DER

EFFEKTENTERMINHANDEL

NACH DEN

ERGEBNISSEN DER BÖRSEN-ENQUETE.

Teil der gekrönten Preisschrift:

Die thatsächlichen Ergebnisse der Reichsbörsenenquete hinsichtlich der Effektenbörsen.

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

EINER

HOHEN STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER K. B. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT ZU MÜNCHEN

VORGELEGT VON

LUDWIG GSCHWINDT.

STUTTGART.
DRUCK DER UNION DEUTSCHE VERLAGSGESELLSCHAFT.
1897.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546007_0069

Terminhandel.

A. Zur Geschichte des Terminhandels.

Eine umfassende Darstellung der Geschichte des Effektenterminhandels, der Art und Ursachen seines ersten nachweisbaren Entstehens, Verschwindens und Wiederauftauchens existiert noch nicht.

Auch die Untersuchungen der Enquetekommission haben die Wissenschaft nach dieser Richtung hin wenig gefördert. Die von ihr vernommenen Sachverständigen, welche zum geringeren Teil der Juristenwelt und Presse, zum grösseren dem praktischen Börsenleben angehörten, vermochten über diese schwierige Frage, welche bedeutende wirtschaftsgeschichtliche Kenntnisse voraussetzt, fast keinen Aufschluss zu geben.

Dagegen finden wir in dem Ehrenbergschen, schon vor der Börsenenquete erschienenen Buche „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung", sowie in dem in allerneuester Zeit veröffentlichten Werke desselben Verfassers „Das Zeitalter der Fugger" äusserst wertvolle Beiträge zur Geschichte des Terminhandels, auf welche hier verwiesen sei. Die erstere Schrift führt uns die Fondsspekukation verschiedener Zeiten und Länder mehr nach ihrer juristischen, als nach ihrer technischen und wirtschaftlichen Seite vor Augen, während die zweite ein reichhaltiges Material über die Entwickelung und Gestaltung des gesamten Geld- und Kreditwesens im 16. Jahrhundert bietet. Was sich aus diesen Untersuchungen für unsere Zwecke ergibt, ist, dass die heutigen hoch entwickelten technischen Formen des Handels und der Spekulation in ihren Anfängen sehr viel weiter zurückreichen, als der Laie anzunehmen ge-

neigt ist, und dass sich diese Formen trotz mannigfacher künstlicher Hemmnisse durch Jahrhunderte erhalten und weiter gebildet haben. Schon im Jahre 1541 — vielleicht schon früher — hat die niederländische Regierung ein Verbot der Contrats de gajeures et d'assurances des changes erlassen, welche Geschäfte, wie Ehrenberg nachweist [1]), bereits die erste Entwickelungsstufe des heutigen — als vollkommenste Form der Kreditspekulation geltenden — Prämiengeschäftes bedeuten. In Amsterdam finden wir bereits im Anfang des 17. Jahrhunderts Termin- und Differenzgeschäfte in den Anteilen der Holländisch-ostindischen und der Westindischen Handelscompagnie. Die Spekulation nahm bald so grossen Umfang an, dass sich die Gesetzgebung genötigt sah, dagegen einzuschreiten. Ihr erster Schritt war das Edikt vom 27. Februar 1610, welches verbot, Aktien zu verkaufen, sei es auf Zeit oder per Kassa, die sich nicht wirklich im Besitze des Verkäufers befanden. In den Motiven zu diesem Gesetz war gesagt, dass die Baissespekulanten Praktiken anwendeten, „die den Kredit der Compagnie gröblich schädigten, wie auch Witwen und Waisen, die ihre Aktien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer Habe arg beeinträchtigten“ [2]). Also nur die Baissespekulation erschien verwerflich, Zeitgeschäfte à la hausse dagegen durchaus legitim. In einem zweiten Edikt von 1621 wird dasselbe Verbot auf die Anteile der Westindischen Handelscompagnie ausgedehnt, gleichzeitig aber beklagt, dass das frühere Gesetz wirkungslos geblieben sei. In den späteren Jahrzehnten finden wir ein fortwährendes Suchen nach den geeigneten Mitteln, um den Ausschreitungen der Spekulation zu begegnen, ohne dass man jedoch das erstrebte Ziel erreichte.

Zu Anfang des 18. Jahrhunderts erlebte Frankreich dasselbe Schauspiel einer zügellosen Spekulation, hervorgerufen durch John Laws Gründungen. Law vervollkommnete die Technik des Terminhandels durch Einführung der Prämien-

---

[1]) R. Ehrenberg, „Das Zeitalter der Fugger“, Geldkapital- und Kreditverkehr im 16. Jahrhundert. Bd. II: „Die Weltbörsen und Finanzkrisen des 16. Jahrhunderts“ (Jena 1896) S. 19—21.

[2]) Siehe Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung“ S. 5.

geschäfte und erleichterte die Spekulation, indem er die Aktien auf Inhaber stellte und dadurch erst zu einer gänzlich fungibeln Ware machte. Als das luftige Gebäude der Lawschen Gründungen nach kurzer Zeit zusammenbrach und weite Kreise der Bevölkerung in ihrem Vermögen schwer geschädigt wurden, sah sich auch hier die Regierung vor die Frage gestellt, wie derartige Vorgänge für die Folge zu verhüten seien. Die Wege, welche sie hierzu in einer Verordnung von 1724 einschlug, waren folgende:

1. Beseitigung aller Winkelbörsen und Gründung einer staatlich anerkannten Fondsbörse;

2. Schaffung einer privilegierten Compagnie des Agents de change;

3. Verbot aller Zeitgeschäfte in Fonds.

Die letzte und wichtigste dieser Bestimmungen gelangte nie zur Anwendung.

Ungefähr in die Zeit der Lawschen Gründungen fällt in England der Beginn einer Periode des wahnwitzigsten Börsenspiels, dessen Objekte durch die tollsten, in England treffend als „bubbles" bezeichneten, Gründungen geschaffen wurden. Als dann der Rückschlag kam und den Kredit des Staates und den Wohlstand des Volkes bis in die Grundfesten hinein erschütterte, beschäftigte sich auch hier das Parlament mit den Massregeln gegen „die schändliche Gewohnheit des Spekulierens in Fonds" (the infamous practice of stock-jobbing). Das aus diesen Beratungen hervorgegangene Gesetz von 1734 enthielt:

1. das Verbot aller Prämiengeschäfte;

2. das Verbot der Differenzgeschäfte, d. h. aller Geschäfte, welche nicht durch wirkliche Lieferung und Zahlung des Gegenwertes erfüllt würden;

3. Verbot von Blancoverkäufen.

Ueber die Wirkungen dieses Gesetzes erfahren wir in den Veröffentlichungen der englischen Börsenenquetekommission von 1878 [1]), dass es niemand einfiel, Geschäfte deshalb in Frage zu stellen, weil sie gegen jenes Gesetz verstiessen, dass

[1]) London Stock Exchange Commission, Appendix S. 356.

die Londoner Stock Exchange in ihre Statuten sogar die Bestimmung aufgenommen hat, es solle einem Börsenmitglied überhaupt untersagt sein, Ansprüche aus Börsengeschäften gerichtlich einzuklagen, und dass endlich die Wirksamkeit des Gesetzes durch eine Interpretation illusorisch gemacht wurde, welche die oben erwähnten Verbote nur auf die „public stocks", also nicht auf die eigentlichen Spekulationspapiere bezog.

Es liegt ausserhalb unsrer Aufgabe, den Terminhandel früherer Jahrhunderte nach seiner technischen, wirtschaftlichen und juristischen Seite zu beleuchten, es mag vielmehr hier genügen, festzustellen, dass der Zeithandel in Wertpapieren, aus welchem der heutige börsenmässige Terminhandel hervorging, Jahrhunderte alt ist, dass mit ihm dieselben Erscheinungen, über die heute geklagt wird, verbunden waren, dass die Massregeln, welche man heute zur Beseitigung der Missstände vorschlägt, für den, der in die Geschichte des Terminhandels zurückgeht, fast nichts Neues enthalten, und dass endlich die Gesetzgebung den Kampf gegen das verwerfliche Börsenspiel bisher allenthalben vergeblich geführt hat. Diese Erscheinung und ihre Ursachen in einer historisch-kritischen Betrachtung der einschlägigen ausländischen Gesetzgebung und ihrer Wirkungen näher zu prüfen, hat die Enquetekommission nicht für notwendig erachtet. Ebenso hat sie unterlassen, auch nur das Material zusammenzutragen, auf Grund dessen eine wirtschaftshistorische Darstellung des in Deutschland bestehenden Terminhandels, seiner Formen und Funktionen, seines Zusammenhanges mit den allgemeinen volkswirtschaftlichen Zuständen und besonders seines Entstehens möglich wäre. Namentlich in letzterer Hinsicht erhalten wir unzureichende Informationen, weil die vernommenen Börsenleute über die Frage: „Welche Thatsachen haben nachweislich zur Einführung des Terminhandels an den einzelnen Plätzen, und zwar in den einzelnen Gattungen von Papieren und Waren geführt?" keinen Aufschluss zu geben vermochten oder, soweit sie es dennoch versucht haben, die Ursachen der Einführung des Zeithandels mit den Funktionen, welche er heute versieht, verwechselten.

B. Begriff und Technik des börsenmässigen Terminhandels.

1. Die verschiedenen Zeitgeschäfte.

Der heutige börsenmässige Terminhandel ist hervorgegangen aus dem einfachen Lieferungsgeschäft, d. h. einem Kaufgeschäft, bei welchem der Verkäufer verpflichtet ist, an einem bestimmten späteren Zeitpunkt dem Käufer die Ware zu liefern. Während nun aber beim einfachen Lieferungsgeschäft alle Kontraktspunkte der freien Vereinbarung des Käufers und Verkäufers überlassen bleiben, sind dieselben beim Termingeschäft bis zu einer gewissen Grenze der willkürlichen Bestimmung der Kontrahenten durch die „Börsenusancen" entzogen. Die „Usancen" bestimmen erstens die Lieferungseinheit („Börsenschluss") [1]), so dass nur diese oder ein Vielfaches derselben gehandelt werden kann, — ferner die Lieferungszeit, den Liquidationstermin, gewöhnlich ultimo, seltener medio des laufenden oder folgenden Monats. Diese Gleichartigkeit in der Form der Geschäfte, dazu die tägliche Feststellung eines Terminpreises ermöglichen es nun einem grossen Kreis von Spekulanten, von einem künftigen Steigen oder Fallen der Kurse Vorteil zu ziehen. Dies geschieht in der Weise, dass der Spekulant, welcher eine Kurssteigerung erwartet (haussier), zunächst auf Zeit kauft, derjenige, welcher einen Kursrückgang erwartet (baissier), auf Zeit verkauft. Ein Spekulant, dessen Erwartungen noch vor dem Liquidationstermin eintreffen, wird sich nun „decken", d. h. die dem ersten Geschäfte entgegengesetzte Operation vornehmen. Wenn er gekauft hatte und der Kurs ist gestiegen, so wird er nunmehr verkaufen und am Liquidationstag die Differenz zwischen dem ersten und zweiten Preise als Gewinn in Empfang nehmen. Hat dagegen der Spekulant bis zum Liquidationstag noch nicht Gelegenheit gehabt, sich zu einem günstigen Kurs zu decken, so muss er erwarten, dass ihm in der Liquidation die gekauften Stücke wirklich angeboten oder die verkauften abgefordert

[1]) Ein solcher Börsenschluss ist z. B.: 50 Stück Kreditaktien, 15 000 Mk. Diskontokommanditanteile. In „Salings Börsenpapiere" I. Teil S. 116 ff. sind die in Berlin und Frankfurt geltenden Lieferungseinheiten zusammengestellt.

werden, und dass, wenn er den übernommenen Verpflichtungen nicht nachkommen kann, ihm die „Exekution" bevorsteht. Doch hat er in der Liquidation selbst noch Gelegenheit, sich durch eine Gegenoperation und Zahlung der etwa verlorenen Differenz frei zu machen. Will endlich der Spekulant am Liquidationstag, weil er für die Zukunft günstige Aussichten zu haben glaubt, seine Position à la hausse oder à la baisse weiter aufrechterhalten, so wird er die Prolongation wählen. Dieselbe vollzieht sich mit Hilfe des „Kostgebens" und „Kostnehmens" (Report- und Deportgeschäft) [1]).

Wenn ein Haussespekulant am Liquidationstag sein einmal begonnenes Spekulationsgeschäft für den nächsten Monat fortführen will, so verkauft er am Liquidationstag an einen Geldverleiher die Quantität Effekten, zu deren Empfangnahme er verpflichtet ist, kauft sie von ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin zurück, und zwar zu einem etwas höheren Preis. Die Differenz der beiden Preise heisst Report und fällt dem Geldverleiher als Gewinn zu. Will umgekehrt ein Baissespekulant seine einmal eingenommene „Position" am Liquidationstag noch nicht aufgeben, so kauft er am Liquidationstag von einem Effektenbesitzer die Quantität, zu deren Lieferung er verpflichtet war, verkauft sie ihm aber sofort wieder auf den nächsten Termin um einen etwas niedrigeren Preis. Der Preisunterschied des ersten und zweiten Geschäftes heisst Deport und fällt dem Verleiher der Effekten als Gewinn zu.

Wären die beiden Parteien der Hausse- und Baisse-

---

[1]) Vollzieht sich die Prolongation mehrmals zwischen denselben Kontrahenten, so liegt eine echte, direkte oder eigentliche Prolongation vor, die darin besteht, dass am Liquidationstag auf Grund des Liquidationskurses die Differenz zu Gunsten des einen oder andern Teiles rechnerisch festgestellt und gleichzeitig der Erfüllungstermin auf den Ultimo des nächsten Monats vereinbart wird. Die eigentliche Prolongation erlangte besondere Bedeutung in der Frage der Besteuerung, da nach der Anweisung des Bundesrates zur Anwendung des Börsensteuergesetzes vom 29. Mai 1885 ein Report- sowohl wie ein Deportgeschäft als aus zwei abgabepflichtigen Geschäften bestehend anzusehen ist, während uneigentliche Lombard- und uneigentliche Leih- oder Mietgeschäfte nur einfach steuerpflichtig sind. Siehe Schönberg, Handbuch der politischen Oekonomie III. Aufl. Bd. II S. 859 und Saling a. a. O. S. 147 ff.

spekulanten, welche am Liquidationstag mit Hilfe des Report- und Deportgeschäftes ihre Spekulationsgeschäfte für den nächsten Monat weiterführen wollen, gleich stark, so könnten sie sich gegenseitig als Kostgeber und Kostnehmer dienen und sich so die gewünschte Prolongation gewähren. Ueberwiegen aber in der Liquidation die notwendigen Verkäufe der Haussepartei das Kaufbedürfnis der Baissespekulanten, so treten in diese Lücke Banken und Grosskapitalisten ein, um mit ihren disponibeln Mitteln ein ziemlich sicheres und gewinnbringendes Geschäft (Reportgeschäft) zu machen [1]). Die eben geschilderte Technik des börsenmässigen Zeitgeschäftes ermöglicht, dass jeder, der ein Termingeschäft abgeschlossen hat, jederzeit einen andern findet, der ihm die übernommenen Verpflichtungen wieder abnimmt. In den auf Zeit gehandelten Wertpapieren entsteht daher vom Anfang bis zum Ende eines Monats eine lange Kette von Umsätzen, die am Liquidationstag durch Lieferung seitens des ersten Verkäufers und Bezug seitens des letzten Käufers sich schliesst. Alle dazwischen liegenden Glieder dieser Kette lösen ihre Verpflichtungen dadurch, dass sie die Differenz zwischen dem Liquidationskurs und dem Kaufs- oder Verkaufskurs zahlen oder in Empfang nehmen. Die Fungibilität des gehandelten Objektes wirkt sozusagen auf die Kontrahenten weiter, denn keiner derselben weiss von vornherein, wer die von seiner Gegenpartei übernommenen Verpflichtungen schliesslich endgültig lösen wird. Da die „Lösung der Engagements" in der grossen Mehrzahl der Fälle in der Begleichung der Differenzen besteht, so ist es klar, dass der Käufer weder die Absicht, noch die Mittel zu besitzen braucht, die gekauften Wertpapiere zu beziehen und dass der Verkäufer weder den Willen noch die Fähigkeit zu besitzen braucht, die veräusserten Wertpapiere zu liefern; es genügt vielmehr im ersteren Fall ein entsprechender Verkauf, im letzteren ein entsprechender Kauf, um den eingegangenen Vertrag zu erfüllen.

Nach diesen allgemeinen Ausführungen über Wesen und

[1]) Dadurch ist zugleich der sog. haute finance (den grossen Banken und Kapitalisten) das Mittel an die Hand gegeben, durch reichliche Zuführung von Reportkapital eine Hausse zu begünstigen.

Verlauf eines börsenmässigen Termingeschäftes ist noch auf die einzelnen Arten des Zeitgeschäftes näher einzugehen.

Die Zeitgeschäfte zerfallen in solche mit beschränktem und unbeschränktem Risiko.

a) Zeitgeschäfte mit unbeschränktem Risiko.

Man unterscheidet an der Berliner Börse dreierlei Arten solcher Zeitgeschäfte:

1. Die gehandelten Quantitäten sind an einem bestimmten späteren Tag zu liefern (Kauf auf fixe Lieferung, Fixgeschäft)[1]). Diese Art von Zeitgeschäften sind die bei weitem am häufigsten vorkommenden. Die Terminkurse für Effekten beziehen sich ausschliesslich auf Geschäfte p. Ult. fix.

Seltener kommen die beiden andern Arten vor, nämlich:

2. Der Kauf auf tägliche Lieferung (Kauf p. Ult. täglich), dessen Eigentümlichkeit darin besteht, dass der Käufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Lieferung verlangen („kündigen") kann, jedoch erst am Endtermin die gehandelten Papiere abnehmen muss.

3. Der Verkauf auf Ankündigung (auch Verkauf p. Ult. täglich mit Ankündigung), bei welchem der Verkäufer bis zu einem bestimmten Termin an jedem beliebigen Tag die Abnahme verlangen („ankündigen") kann, jedoch erst am vereinbarten Termin die Effekten liefern muss.

Endlich kommen auch noch Kombinationen der beiden letzteren Arten mit der ersteren in der Weise vor, dass vereinbart wird, dem Käufer bezw. Verkäufer solle das Recht der Kündigung bezw. Ankündigung erst einige Tage nach Abschluss des Vertrages zustehen (Geschäfte „p. Ult. fix und täglich", „bezw. p. Ult. fix und täglich mit Ankündigung").

b) Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko.

Das charakteristische Merkmal dieser Geschäfte ist, dass der eine Kontrahent auch im ungünstigsten Fall nie mehr als einen bestimmten Betrag verlieren kann, der sofort beim Abschluss des Kaufvertrages festgesetzt wird (Prämie, Reugeld). Die Prämie wird an einigen Börsen, wie Berlin und Paris,

[1]) „Fixgeschäft" nicht zu verwechseln mit „Fixen", das à la baisse spekulieren bedeutet.

als eigentliches Reugeld betrachtet und ist nur dann zu entrichten, wenn der zum Rücktritt Berechtigte thatsächlich zurücktritt. An andern Börsen, wie in Wien, wird die Prämie als Vergütung für das Recht des Rücktritts angesehen und ist deshalb sogleich beim Abschluss des Geschäftes zu entrichten. Derjenige, welcher das Wahlrecht hat zwischen der Erfüllung des Vertrages und dem Rücktritt vom Vertrag gegen Entrichtung der Prämie, heisst Prämienzahler und geht ein beschränktes Risiko ein, während das Risiko seines Partners, des „Prämienziehers" unbegrenzt ist [1]).

Rechnet jemand auf eine Kurssteigerung in einem bestimmten Effekt, so kauft er eine gewisse Quantität p. Ultimo zu einem bestimmten Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie von dem Geschäft zurückzutreten, falls ihn seine Erwartungen getäuscht haben (Vorprämiengeschäft).

Erwartet dagegen jemand einen Kursrückgang in einem bestimmten Papier, so verkauft er einen bestimmten Betrag desselben p. Ult. zu einem festen Kurse und behält sich gleichzeitig das Recht vor, gegen Zahlung einer Prämie vom Vertrag zurückzutreten (Rückprämiengeschäft).

Durch eine Kombination des Prämiengeschäftes mit dem festen Lieferungsgeschäft entsteht der „Schluss auf fest und offen", bei welchem der eine Kontrahent sich das Recht vorbehält, einen bestimmten Teil der gehandelten Quantität nicht zu liefern oder nicht abzunehmen.

Die Vereinigung des Vor- und Rückprämiengeschäftes bildet das Stellgeschäft oder die Stellage, wobei dem einen Kontrahenten (dem Käufer oder „Wähler" der Stellage) das Recht zusteht, einen gewissen Betrag Effekten am Ultimo entweder zu einem verabredeten höheren Kurs abzunehmen oder zu einem ebenfalls vereinbarten niedrigeren Kurs zu liefern; hier ist er jedoch verpflichtet, eines von beiden zu thun.

---

[1]) Das Risiko des Prämienziehers ist zwar unbegrenzt, aber doch gemindert entweder um den Betrag der jedenfalls vom Käufer zu bezahlenden Prämie oder um die Kursdifferenz, die sich zwischen den mit Prämie und den auf feste Lieferung in einem Effekt abgeschlossenen Geschäften ergibt.

Zu den Geschäften mit begrenztem Risiko ist schliesslich auch das „Nochgeschäft" zu rechnen. Bei diesem bedingt sich entweder der Käufer das Recht aus, eine gleiche Summe, wie die gehandelte Quantität, noch einmal oder mehreremal nachzufordern, oder der Verkäufer behält sich das Recht vor, den gehandelten Betrag noch ein oder mehreremal nachzuliefern.

Bei allen diesen Geschäften hat die Erklärung der Wahlberechtigten (Prämienerklärung, Prämienbeantwortung), von welchem der ihnen zustehenden Rechte sie Gebrauch machen wollen, vor dem Liquidationstag zu erfolgen.

Trotz der Begrenzung des Verlustes, welche den sämtlichen vorerwähnten Geschäften eigentümlich ist, haben sie eine formale Aehnlichkeit mit Glücksspielen und Wetten, eine Aehnlichkeit, die noch stärker hervortritt, wenn man in Betracht zieht, dass diese Geschäfte von vornherein keinen festen Kauf oder Verkauf einschliessen. Ob die Prämiengeschäfte aber wirklich mehr als feste Zeitgeschäfte für blosse Spielzwecke verwendet werden, ist hiermit nicht entschieden.

2. Der Liquidationskurs.

Alle per Ultimo abgeschlossenen Geschäfte werden zu einem bestimmten einheitlichen Kurs abgewickelt, dem Liquidationskurs. Derselbe ist in möglichst abgerundeten Zahlen ausgedrückt und fällt mehr oder weniger mit den Anfangskursen, zu welchen am Liquidationstag Zeitgeschäfte abgeschlossen werden, zusammen [1]). Die Festsetzung eines Liqui-

[1]) Für die Berliner Börse vollzieht sich diese Feststellung auf folgende Art. Zu Anfang jeden Jahres wird eine Kommission, bestehend aus drei Mitgliedern der Sachverständigenkommission der Fondsbörse, mit der Festsetzung der allmonatlichen Liquidationskurse ernannt. Die Mitglieder dieser Kommission entledigen sich ihrer Aufgabe in der Weise, dass sie am Liquidationstag um 12 Uhr bei den vereideten Maklern Umfrage halten über die Ultimokurse, zu welchen diese Termingeschäfte abgeschlossen haben. Da diese Thätigkeit einige Zeit beansprucht, erklärt es sich, dass bei den zuerst erfragten Papieren der Liquidationskurs sich fast ganz mit dem Anfangskurs des Liquidationstages deckt, während er sich bei den später erfragten Papieren mehr den späteren Kursen nähert. Nach diesen Erhebungen stellt die erwähnte Kommission den Liquidationskurs fest und veröffentlicht ihn sofort durch Aushang an der Börse. In Frankfurt a. M. erfolgt die Feststellung in ähnlicher Weise

dationskurses ist deshalb nötig, weil bei der langen Kette von Umsätzen, die im Laufe eines Monats stattfinden, diejenigen, welche Effekten zu beziehen haben, fast nie mit denjenigen abgeschlossen haben, welche ihnen dieselben schliesslich liefern müssen.

In allen Fällen aber, wo eine Lieferung überhaupt nicht erfolgt, sondern wo die Regulierung der Geschäfte durch Reportierung bezw. Prolongation geschieht, ist die Feststellung eines einheitlichen Liquidationskurses schon deshalb von besonderer Wichtigkeit, weil dadurch die Abrechnung und Buchführung bedeutend erleichtert und vereinfacht wird.

Wie in den Ausführungen über die Technik des börsenmässigen Terminhandels bereits erwähnt wurde, hat von der langen Reihe der Kontrahenten, welche in einem Effekt Zeitgeschäfte abgeschlossen haben, nur der erste Verkäufer dem letzten Käufer effektiv zu liefern. Der erstere liefert nun dem letzteren zum Liquidationskurs die Effekten, denn für sie besteht kein sonstiger Vertragskurs, da sie sich vor der Liquidation vielleicht gar nicht gekannt haben. Die Differenz zwischen dem Kurs, zu welchem der einzelne Spekulant sein Zeitgeschäft abgeschlossen hatte, und dem Liquidationskurs verrechnet jeder mit seinem Gegenkontrahenten.

3. Anstalten zur Abwickelung von Termingeschäften.

Anstalten, wie sie für den Waarenterminhandel in gewissen Artikeln die Erfüllung von Lieferungsverträgen gegen Einschusszahlung gewährleisten — sog. Liquidationskassen —, gibt es für den Terminhandel in Wertpapieren nicht. Die für diesen geschaffenen Einrichtungen haben nicht die Erleichterung des Abschlusses oder die Garantie der Erfüllung von Termingeschäften zum Zweck, sondern lediglich die Vereinfachung der Abwickelung bereits abgeschlossener Termingeschäfte. Die Anstalten, welche diesem Zweck dienen, sind in Deutschland zur Zeit der Börsenenquete: der Liquida-

durch das Syndikat der vereideten Wechselmakler, in Hamburg durch das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank, in Breslau durch die Börsenkommission, in München durch die Verwaltung des Kollektivscontros.

tionsverein in Berlin, das Kollektivscontro in Frankfurt a. M., das Effektenliquidationsbureau der Wechslerbank in Hamburg, der Saldierungsverein in Breslau und das Kollektivscontro in München.

Die Aufgabe dieser Institute ist folgende: Angenommen, 25 Stück Kreditaktien seien per Ultimo von A an B, von B hierauf an C, von diesem wieder an D verkauft, so hätte am Liquidationstag A dem B, dieser dem C und dieser endlich dem D die erwähnten Effekten in natura zu übergeben. Diesen unnötigen, zeitraubenden Umlauf der Wertpapiere erspart das Liquidationsbureau, indem es die von den einzelnen Händlern zu liefernden und zu beziehenden Effekten gegeneinander abrechnet, dem A die Adresse des D als des letzten Käufers zur direkten Lieferung gibt, während es den Zwischengliedern B und C überlassen bleibt, die unter sich und die mit A und D eingegangenen Geschäfte durch Zahlung der Differenz zwischen dem Liquidationskurs und ihrem Vertragskurs zu regulieren. Die Technik der Einrichtung besteht einfach darin, dass am Stichtag jedes Mitglied der Vereinigung einen Bogen einreicht, auf welchem die Saldi seiner Börsenengagements mit den andern Mitgliedern verzeichnet sind. Wenn diese Aufgaben richtig sind, muss sich die Summe der gekauften mit der Summe der verkauften Effekten decken, da jedem Käufer eines Stückes ein Verkäufer gegenüber stehen muss. Nach der Abrechnung der einzelnen Umsätze gegeneinander bleibt dem Liquidationsbureau nur noch die Aufgabe, dem ersten Verkäufer die Adresse des letzten Käufers mitzuteilen. Die Begleichung der Differenzen wird teils durch die Vereinigungen selbst, teils durch besonders hierzu bestimmte Bankhäuser vermittelt.

Der Umlauf von Wertpapieren in natura, welcher schon durch die Liquidationsbureaus auf ein geringes Mass reduziert ist, wird geradezu zu einer Seltenheit durch das von der Bank des Berliner Kassenvereins im Jahre 1882 geschaffene Giro-Effekten-Depot. Dasselbe dient nicht lediglich dem Terminhandel, sondern dem Effektenhandel überhaupt und ist nach dem Muster des Giroverkehrs der Reichsbank eingerichtet. Jeder Contoinhaber kann über sein Effektendepot mit drei Arten

von Checks verfügen. Mittelst des weissen Checks wird die Herausgabe von Wertpapieren in natura veranlasst; der rote Check dient zur Ueberschreibung von Effekten eines Contoinhabers an andre Contoinhaber, und mit Hilfe des grünen Checks werden Wertpapiere dem Depot des Eigentümers entnommen und für denjenigen, auf dessen Namen der Check lautet, aufbewahrt; er dient also der Vermittelung des Lombardverkehrs.

Das sind in grossen Zügen die zur Erleichterung der Abwickelung von Termingeschäften in Deutschland bestehenden Einrichtungen, welche sämtlich auf privater Vereinigung beruhen, ohne dass der Staat auf ihre Gründung und Verwaltung irgend welche Einwirkung geübt oder sich irgend welche Verdienste um deren Zustandekommen erworben hätte.

C. Die Objekte des Wertpapierterminhandels und die Börsen, an denen er besteht.

Die Zustände, welche wir zur Zeit der Börsenenquete vorfinden, sind folgender Art:

In Deutschland besteht Terminhandel in Wertpapieren auf dem „offiziellen Markt“ der Börsen von Berlin, Frankfurt a. M., Hamburg, Bremen und München. Ausserdem werden in Breslau durch die vereideten Makler Termingeschäfte nach den dort geltenden Usancen ausgeführt, auch Kurse hierfür festgestellt, aber nicht amtlich notiert[1]). Ferner findet in Königsberg ein ziemlich regelmässiger Zeithandel in russischen Noten ausserhalb der Börse statt[2]), ausserdem in Dresden ein solcher von geringerem Umfang in Aktien der Dresdener Baugesellschaft und zwar auf dem freien Markt. In Augsburg, wo früher ebenfalls Terminhandel bestand, werden seit langer Zeit keine Zeitgeschäfte in Wertpapieren mehr abgeschlossen[3]).

Einer ausdrücklichen Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel bedurfte es nur in Berlin, wobei wie bei der Zulassung von Papieren zum Handel verfahren wurde; es war

[1]) „Die hauptsächl. Börsen Deutschlands und des Auslandes“ S. 22.
[2]) Ibid. S. 29.
[3]) Ibid. S. 35.

nachzuweisen, dass sich bereits ein Terminhandel von genügendem Umfang entwickelt hat: das Börsenkommissariat prüfte die Angaben und Belege und konnte die amtliche Feststellung der Terminnotiz genehmigen oder ohne Angabe von Gründen verweigern. In Frankfurt, den Hansastädten und München war mit der Zulassung zum Handel zugleich die Genehmigung des Terminhandels ausgesprochen. Ebenso bedurfte es natürlich keiner Genehmigung des Terminhandels an solchen Börsen, wo überhaupt keine amtliche Notierung für denselben stattfand.

Es besteht also nur an grösseren Börsen ein Terminhandel von einiger Bedeutung, was seine Erklärung darin findet, dass für die Entwickelung dieses Handelszweiges neben einem schwankenden Preis ein grosser Markt unbedingte Voraussetzung ist.

Die Zahl der Wertpapiere, welche Gegenstand des Terminhandels geworden sind, beträgt nach den Erhebungen der Enquetekommission [1]) in Berlin (auf dem offiziellen Markt) 73, in Frankfurt a. M. 85, in Hamburg 44, in Bremen 6, in München 8.

Diese zur Zeit der Börsenenquete auf Termin gehandelten Effekten verteilen sich auf die einzelnen Gattungen wie folgt:

	Fonds		Lose	Noten	Bank-papiere	In-dustrie-papiere	Eisen-bahn-papiere
	inländische	ausländische					
Berlin	2	19	1	2	12	11	26
Frankfurt	2	25	1	2	14	13	28
Hamburg	2	10	1	1	9	13	8
München	1	3	1	—	2	—	1

Die hauptsächlichsten dieser Wertpapiere, welche meist an sämtlichen drei erstgenannten grösseren Börsen auf Termin gehandelt werden, sind:

3 %ige Deutsche Reichs- und 3 %ige preussische Staatsanleihe, ferner österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, egyptische, serbische und mexikanische

[1]) Statistischer Anlageband S. 309 ff. Die hier von Gerichtsassessor Endemann zusammengestellten Erhebungen dienen den folgenden Ausführungen zur Grundlage.

Staatsschuldenverschreibungen, österreichische und türkische Staatsanlehensloose, russische Noten, die Aktien bezw. Anteile von 7 grossen deutschen und von 4 österreichischen Banken, ferner von 22 Eisenbahnen des In- und Auslandes und endlich die Anteile, bezw. Aktien 11 verschiedener Gesellschaften, wovon 5 den Bergbau, 2 den überseeischen Transport betreiben, während sich die übrigen 4 auf verschiedene Branchen verteilen (die Aktien der Anglo-Continentalen Guanowerke, des Bochumer Gussstahlvereins, der Nobel Dynamit Trust-Company und türkische Tabakaktien).

In sehr vielen dieser Papiere besteht ein internationales Termingeschäft, da sie zugleich an der Pariser oder Londoner Börse, zum grossen Teil an beiden zugleich gehandelt werden. Es sind dies:

a) Staatsanleihen:
deutsche, preussische, österreichische, ungarische, russische, italienische, spanische, türkische, egyptische, mexikanische;

b) Valuten:
russische Noten;

c) Aktien:
türkische Tabak-Regie-Aktien, italienische Meridionalbahn-Aktien, österreichische Südbahn-Aktien („Lombarden"), österreichisch-ungarische Staatsbahn-Aktien („Franzosen").

Die vorstehenden Ausführungen gelten nur für die zur Zeit der Börsenenquete bestehenden Zustände, in welchen seither mannigfache — hier unberücksichtigt gelassene — Veränderungen eingetreten sind.

D. Die technische Funktion des Wertpapierterminhandels.

Zur richtigen Beurteilung der Funktion, welche der Terminhandel in der Technik des Wertpapierhandels überhaupt erfüllt, vergegenwärtigen wir uns zunächst, wie sich der Geschäftsverkehr gestalten würde, wenn nur das ohne jede Kreditgewährung zu erfüllende Kassageschäft bestünde. Alsdann hätte der Verkäufer von Effekten dieselben alsbald, spätestens

einige Tage nach dem Geschäftsabschluss zu liefern, der Käufer hätte sie unverzüglich gegen Zahlung des vollen Kaufpreises in Empfang zu nehmen. Wie würde sich unter solchen Verhältnissen die Spekulation gestalten? Eine Baissespekulation, die auf einem gegenwärtigen Verkauf zu höherem und späterem Rückkauf zu niedrigerem Kurse beruht, wäre unmöglich, weil, wer als Verkäufer auftreten wollte, die Effekten bereits besitzen müsste, nicht erst später erwerben könnte, da ja alle Geschäfte sofort erfüllt werden müssen. Somit bliebe nur die Spekulation à la hausse. Wer eine Steigerung des Kurses eines Effektes erwartet, kauft hievon einen bestimmten Betrag, entrichtet den vollen Kaufpreis, verwahrt die Stücke, bis die erwartete Kurssteigerung eingetreten ist, und veräussert sie dann mit Gewinn. Der spekulative Wertpapierhandel könnte sich also nur vollziehen unter Festlegung bedeutenden eigenen Kapitales der Spekulanten und grossem Risiko und in einem Umfang, dessen äusserste Grenze der am Markte effektiv vorhandene Stückevorrat bilden würde. Die elementarste Form, in welcher der Kredit in diese einfachen Zustände einzugreifen vermöchte, ist das echte Lombardgeschäft, d. h. Entleihung einer Geldsumme unter gleichzeitiger Verpfändung von Wertpapieren, welche dem Geldverleiher als Sicherheit für das Darlehen dienen sollen. Die Spekulation à la baisse ist auch hier noch ausgeschlossen, dagegen erfährt diejenige à la hausse eine Weiterentwickelung: der Spekulant à la hausse kauft Papiere, lombardiert sie bei einem Kapitalisten, kauft mit der entliehenen Geldsumme wieder Stücke, die er wiederum lombardiert u. s. w.: ist die erwartete Kurssteigerung eingetreten, so kündigt er die aufgenommenen Kredite und verkauft die früher gekauften Effekten. Die Haussespekulation kann also grösseren Umfang annehmen, da sie durch das Dazwischentreten des Kredits nicht mehr allein von dem im Besitz der Spekulanten befindlichen Kapital abhängt. Begrenzt bleibt der Umfang der Spekulation in diesem Stadium immer noch von dem am Markte jeweils vorhandenen wirklichen Stückequantum, weil bei jedem Geschäfte dem Geldverleiher, „dem Hereinnehmer", Effekten in natura „hereingegeben" werden müssen, und zweitens von der Grenze, bis zu welcher

die Kapitalisten die lombardierten Wertpapiere beleihen würden: der Geldverleiher müsste nämlich bei jedem Lombardgeschäft einen gewissen Teil seines Vermögens festlegen in Wertpapieren, deren Kurse — besonders durch die fortwährend stattfindenden Realisationsgeschäfte anderer Spekulanten — schroffen Schwankungen unterworfen wären: für das hierin liegende Risiko müsste der „Hereinnehmer" ein Aequivalent suchen — einmal durch Festsetzung einer möglichst niedrigen Beleihungsgrenze, zum andern in der Anrechnung eines möglichst hohen Lombardzinsfusses, welcher in Wirklichkeit nur die Form darstellen würde, in welcher der Kapitalist eine Vergütung für seine Beteiligung an den Spekulationsgeschäften erhielte. Der Spekulation wären also auch noch in dieser Entwickelungsphase ziemlich enge Schranken gezogen, in welche erst durch Zuhilfenahme des sog. unechten Lombardgeschäftes[1]) eine weitere Bresche gerissen wird. Das Charakteristikum des unechten Lombards besteht darin, dass die bei der Pfandauslösung zurückgegebenen Stücke mit den ursprünglich hereingenommenen nicht identisch sein müssen: der Hereinnehmer wird also Eigentümer der bei ihm lombardierten Papiere und hat dieselben bei Kündigung des Kredites nicht in natura, sondern nur in genere zurückzugeben. Die Bewegungsfreiheit, welche sich nunmehr der Spekulation eröffnet, ist im Vergleich zu den vorigen Stadien eine ganz bedeutende: Zunächst ist die Baissespekulation erleichtert. Der Kapitalist, welcher von seinem Rechte Gebrauch macht, über die hereingenommenen Papiere weiter zu verfügen — was er natürlich nicht thun muss —, hofft zweifellos, er werde die Effekten, wenn der Lombardkredit gekündigt wird, zu einem niedrigeren Kurse zurückkaufen, und kann sich also eben dadurch, dass er über die hereingenommenen Effekten weiter verfügt, seinem a la hausse spekulierenden Hereingeber als Baissespekulant gegenüber stellen. Ausserdem kann aber nunmehr auch mit Kredit a la baisse spekuliert werden. Wie nämlich der „Haussier" Geld entleiht gegen „Herausgabe"

[1]) Vgl. besonders die klaren Ausführungen Wesers in der „Deutschen Juristen-Zeitung" vom 1. Juni 1896 Nr. 11 S. 208 ff.

der per Kassa gekauften Stücke — in der Absicht, bei Eintritt der erhofften Kurssteigerung die lombardierten Effekten unter Kündigung des Lombarddarlehens mit Gewinn zu verkaufen — ebenso kann der Baissier Wertpapiere per Kassa verkaufen und die zur Erfüllung seines Geschäftes erforderlichen Stücke gegen bar von einem Stückebesitzer entleihen mit der Verpflichtung der Rücklieferung der Stücke in genere bei Kündigung des Kredits, wobei er hofft, die an Stelle der entliehenen dem Stückeverleiher zurückzuerstattenden Stücke billiger zurückkaufen zu können. Nun können sich die Funktionen, welche der Geldverleiher gegenüber dem Haussespekulanten und der Stückeverleiher gegenüber dem Baissespekulanten erfüllt, in einer Person vereinigen: in Bankhäusern, welche die unter Verleihung von Geld an die Haussiers hereingenommenen Stücke gegen Zahlung von Geld an die Baissiers hinausgeben.

Bedeutend weiter sind in diesem Stadium die Grenzen, welche dem Umfang der Spekulation gezogen sind: die Zahl der Umsätze ist von dem jeweils am Markte vorhandenen Stückevorrat unabhängiger geworden; denn ein und dieselbe Effektenquantität kann einer grossen Anzahl von Umsätzen dienen, weil der „Hereinnehmer" von der Pflicht realer Bereithaltung der Stücke entbunden ist. Aber die völlige Loslösung der Zahl der Umsätze vom Stückevorrat ist auch hier nicht gegeben, weil bei jedem Geschäft der Verkäufer täglich mit der Möglichkeit, sich die erforderlichen Stücke zu beschaffen, rechnen muss. Gegenüber der Haussespekulation anderseits besteht die Grenze darin, dass man die hereingegebenen Papiere möglichst nieder beleiht, einen möglichst hohen „Report" und über den Wert der lombardierten Papiere hinaus ein Unterpfand für Kreditwürdigkeit des Spekulanten — bestehend in Geld oder Wertpapieren — verlangt.

Von der Gestalt, welche die Spekulation in diesem Stadium der Entwickelung annimmt, bieten die Schilderungen, welche die Sachverständigen [1]) von der New Yorker Börse geben, ein

[1]) Z. B. Russell S. 419, 422; Winterfeldt S. 636 ff.; Baer S. 825; Salomon S. 1154; Sulzbach S. 1362—1365; Goldschmidt S. 1596.

überaus unerfreuliches Bild. Hier gibt es keinen Terminhandel, sondern nur täglich prolongierte Kassageschäfte. Die Prolongation erfolgt manchmal zu einem Report von $^3/_4$—1 %, d. h. bis zu 365 % im Jahre — also zu einem Zinsfusse, der, mit den bei uns üblichen Reportsätzen verglichen, ganz abnorm erscheint. Um die täglichen Erklärungen der Kontrahenten, ob sie weiter prolongieren wollen oder nicht, zu ersparen, bedient man sich der Makler. Diese stehen mit den grossen Banken, welche das Reportgeschäft betreiben, in Verbindung und prolongieren alle Geschäfte zu den ihnen von den Banken angegebenen Report- und Deportsätzen so lange, bis sie andre Instruktionen erhalten. Jeden Tag kann der eine wie der andre der Kontrahenten — die sich unter sich gar keinen Kredit gewähren — auf Erfüllung dringen und die Prolongation verweigern. So ist durch plötzliche Kündigung der Prolongation der Bankerott grosser Firmen herbeigeführt worden, die bereits wenige Stunden nach der Exekution in der Lage gewesen wären, zu erfüllen. Für kleine Spekulanten, denen nicht der Kredit grosser Firmen zur Verfügung steht, sind die Gefahren noch schlimmer. Die Verhältnisse des Marktes sind äusserst unstät, die Kurse der Papiere sind den schroffsten Schwankungen ausgesetzt.

Was uns also hier in die Augen fällt, ist neben der manchmal wucherischen Ausbeutung, welche der Spekulant seitens des Kapitalisten erfährt, hauptsächlich die Kürze der Frist, für welche Kredit gewährt wird. Gegenüber diesem — auf einer rohen Stufe des Kreditwesens ruhenden — Zustand bedeutet der Terminhandel einen bedeutenden Fortschritt in der Technik der Kreditgewährung. Die Kontrahenten können sich nicht mehr täglich „aus dem Engagement werfen", sondern sind beiderseits erst zu einem festen, späteren Termine zur Erfüllung verpflichtet und gewähren sich somit für diese Frist Kredit. Erst zu diesem Termine braucht der auf Kredit spekulierende Haussier um Beschaffung des Geldes, der Baissier um Beschaffung der Stücke besorgt zu sein. Sehr oft fällt diese Sorge überhaupt weg, weil sich noch vor dem Erfüllungstermine Gelegenheit bietet, durch Abschluss eines Gegengeschäftes das ursprüngliche Geschäft zu „realisieren", da die-

erhoffte Kursveränderung noch vor Ultimo (bezw. Medio) eingetreten ist. Nicht mehr für jeden einzelnen Tag, sondern nur wenn bis zum Liquidationstag die erwartete Kursbewegung noch nicht oder nicht in dem gewünschten Masse stattgefunden hat, wird die Prolongation durch Hereingabe oder Entleihen von Stücken nötig. Dadurch und weil die Prolongation nicht mehr auf einen Tag, sondern auf den ganzen Zeitraum bis zum nächsten Stichtag verlegt ist, wird die Abhängigkeit der Spekulanten vom Kapital bedeutend verringert und die Gefahr halsabschneiderischer Kündigungen geradezu ausgeschlossen; die Gleichheit der Abschlusssummen und die Gleichheit des Abschlusstermines ermöglichen die jederzeitige Realisation eines Geschäftes, das am Liquidationstag übliche Verfahren der Skontrierung löst die Zahl der möglichen Umsätze fast völlig von dem vorhandenen Stückevorrat los, der Markt wird stabiler, das Risiko geringer, die Benutzung des Spekulationskredites wird mit der Ausgestaltung eines geregelten Report- und Deportgeschäftes eine stetigere, gleichmässigere, die grossen plötzlichen Kurven der durch die Kassaspekulation herbeigeführten Kursschwankungen werden durch kleinere häufigere ersetzt, kurz, die schlimmen Wirkungen der Kassaspekulation sind im Termingeschäft nach jeder Richtung hin gemildert. Der Terminhandel stellt somit nicht die einzige, wohl aber die vollkommenste Form der Kreditspekulation dar.

E. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Terminhandels in Banknoten und Effekten nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen.

Haben wir nun auf deduktivem Wege nachzuweisen gesucht, dass der Terminhandel nichts andres bedeutet als die bis jetzt vollkommenste Form der Kreditspekulation, und dass er deshalb mit der Weiterbildung des Kreditwesens, sowie der Erreichung einer höheren Wirtschaftstufe überhaupt durchaus im Einklange steht, so sollen nunmehr die in der Enquete behandelten Wirkungen desselben erfahrungsgemäss geprüft werden. Die Erörterung dieser Frage ist um so wichtiger,

als die Existenzberechtigung des Wertpapier-Terminhandels seitens der Gesetzgebung der verschiedenen Länder und der Fachlitteratur bis auf den heutigen Tag mehrfach in Frage gestellt wurde.

Zur richtigen Würdigung des Wertpapierterminhandels muss vor allem auf die Verschiedenheit der Bedeutung der Spekulation in Wertpapieren und derjenigen in Waren hingewiesen werden [1]).

Die Aufgabe der letzteren besteht darin, mittelst einer Wahrscheinlichkeitsschätzung der künftigen Marktverhältnisse die Warenzufuhr möglichst zweckmässig der Zeit nach zu verteilen und zu leiten. Die Warenspekulation befasst sich einerseits mit solchen Waren, deren Erzeugung periodisch wiederkehrt und hinsichtlich ihrer Quantität von unberechenbaren Naturfaktoren beeinflusst wird, anderseits mit solchen, die fortwährend hergestellt werden, und zwar in einer Quantität, die sich schliesslich der Nachfrage anpasst. Die Waren der ersteren Art, also namentlich Rohstoffe und dem unmittelbaren Konsum dienende Bodenprodukte, werden um so mehr Gegenstand der Spekulation, und die volkswirtschaftliche Funktion dieser Spekulation wird um so wichtiger, je allgemeiner und unabweisbarer das Bedürfnis nach den betreffenden Produkten ist. Die Spekulation entledigt sich ihrer Aufgabe — der richtigen zeitlichen Verteilung des jährlich schwankenden Ernteergebnisses [2]) — teils dadurch, dass sie von den reich-

---

[1]) Vgl. hierzu Lexis, „Handel“ in Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 875.

[2]) Die Lösung dieser grossen volkswirtschaftlichen Aufgabe ist selbstverständlich nicht das Motiv des einzelnen Spekulanten. Er wird von rein privatwirtschaftlichen Interessen geleitet. Wenn eine schlechte Ernte zu erwarten ist, so hält er seinen Vorrat fest oder schliesst neue Käufe ab, nicht etwa, weil er verhindern möchte, dass die heimische Volkswirtschaft in der Zukunft Mangel an den betreffenden Produkten habe, sondern weil er hofft, in Zukunft recht hohe Preise für seine Ware zu erhalten. Erscheint ihm der Preis entsprechend hoch, so wird er die Ware verkaufen, noch ehe er sie in natura besitzt, und lediglich die Differenz der Preise als Gewinn einstecken. Indem er in dieser Weise sein privatwirtschaftliches Interesse verfolgt, trägt er zur Lösung der volkswirtschaftlichen Aufgabe der Spekulation bei.

lichen Ernten guter Jahre einen Teil zur Deckung des Ausfalles in Zeiten des Mangels aufspeichert, teils dadurch, dass sie, wenn solche Vorräte nicht vorhanden sind, rechtzeitig eine sparsame Beschränkung der Konsumtion durch die Preisgestaltung herbeiführt. Ganz anders verhält es sich jedoch mit den Wertpapieren. Die Spekulation befasst sich hier vor allem nicht mit Objekten, welche der Versorgung der Gesellschaft mit nötigen oder nützlichen Gebrauchs- und Verzehrungsgegenständen dienen, sondern dient nur dem Wechsel der Vermögensanlage. Die Objekte des Warenterminhandels werden fortwährend neu hervorgebracht, die des Effektenterminhandels dagegen sind — abgesehen von Neuemissionen, welche als besondere Operation an andrer Stelle zu behandeln sind — in festbestimmten Beträgen vorhanden. Die Waren, in welchen Terminhandel besteht, werden einmal endgültig in den Besitz irgend eines Konsumenten gebracht; von den Effekten dagegen, welche Gegenstand des Terminhandels sind, wird nur ein Teil zum Zwecke der dauernden Kapitalsanlage erworben; daneben gibt es genug Fälle, in welchen um der Differenz der mutmasslichen künftigen und gegenwärtigen Preises willen fortwährende Käufe und Verkäufe auf Grund von Schätzungen des künftigen Preises zwischen Spekulanten abgeschlossen werden. Ein Wertpapier bleibt dann auf der Oberfläche des Börsenverkehrs „schwimmend".

Welches ist nun nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels?

a) Nicht immer will der Terminhandel aus der Differenz künftiger und gegenwärtiger Preise Gewinn ziehen, sondern unter Umständen soll der Gewinn erzielt werden aus der Differenz gegenwärtiger Preise an verschiedenen Orten, d. h. der Terminhandel dient den Zwecken der Arbitrage.

Wenn beispielsweise italienische Rente in Rom $^1/_4$% höher im Kurse steht als in Paris, so greifen sofort die Arbitrageure ein, kaufen dieses Papier in Paris und verkaufen es in Rom, solange bis die Differenz ausgeglichen ist. Im blossen Kassageschäft wären solche Operationen bei kleinen Preisverschiedenheiten erschwert, ja vielfach unmöglich gemacht durch die

Verschiedenheit der Lieferungsbedingungen[1]) der verschiedenen Börsen, durch die Transportverhältnisse und endlich durch die Grösse des hierzu ohne Terminhandel erforderlichen Kapitals.

Die preisnivellierende Thätigkeit der Arbitrage bei entwickeltem Effektentermingeschäft geht so weit, dass die zu derselben Zeit an verschiedenen Orten festgestellten Preise der im internationalen Terminhandel befindlichen Papiere fast ganz übereinstimmen. Die Feststellung eines Weltpreises für Gegenstände des Welthandels — beruhend auf dem internationalen Ausgleich von Angebot und Nachfrage[2]) — bildet einen unbestreitbaren volkswirtschaftlichen Vorteil. Derselbe darf jedoch nicht überschätzt werden. Einmal darf man mit Lexis[3]) annehmen, dass diese Termingeschäfte, welche den Ausgleich gegenwärtiger Preise zur Folge haben, bei weitem keinen so grossen Umfang haben würden, wenn die Spekulation auf die Zukunft nicht so ausserordentlich entwickelt wäre. Anderseits wäre der jetzt mit Hilfe des Terminhandels erzielte Erfolg auch im Kassageschäft — allerdings mit grösserem Kapitalaufwand — zu erreichen, wenn die Lieferungsbedingungen der verschiedenen Börsen eine den Transportverhältnissen entsprechende internationale Regelung erführen[4]).

b) Der Terminhandel in ausländischen Valuten und Staatsrenten bildet für Handel und Industrie eine Versicherung gegen Verluste, welche diesen Interessen aus Valutaschwankungen entstehen könnten. Daher kommt es auch, dass fast nur in Werten dieser Art Geschäfte auf fernere Termine als auf

---

[1]) In Amsterdam hat der Verkäufer das Recht, die verkauften Papiere erst nach 21 Tagen zu liefern, der Transport in New York gekaufter Papiere nach dem Kontinent nähme mindestens 8—10 Tage in Anspruch; in London, wo nur Termingeschäft besteht, ist für sofortige Lieferung eine besondere „Fasson“ zu zahlen (Kopetzky S. 77).

[2]) Diese an sich recht unbrauchbaren Schlagworte werden hier nur der Kürze halber als Kollektivbegriffe für die verschiedenartigen Preisbestimmungsfaktoren beibehalten.

[3]) Schönbergs Handbuch d. polit. Oekonomie Bd. II S. 879 Anm. 93.

[4]) Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete“ S. 62: „Man vergesse doch nicht, dass das Effektivgeschäft die Abrede einer späteren Lieferung durchaus zulässt.“

den nächsten Ultimo vorkommen. Bezüglich der Leute, welche sich zu diesem Zwecke des Terminhandels bedienen, kann man die paradox klingende Behauptung aufstellen, dass sie sich der entwickeltsten Form der Spekulation bedienen, um nicht spekulieren zu müssen.

Wer beispielsweise Getreide, Flachs, Holz u. s. w. aus Russland oder der österreichisch-ungarischen Monarchie zu einem bestimmten Zeitpunkt eingekauft und zu einem späteren zu bezahlen hatte, musste sich, so lange starke Kursschwankungen im Werte des Papiergelds dieser Länder vorkamen, gegen die Schwankungen der Valuten dadurch sichern, dass er russische oder österreichische Noten auf Zeit kaufte. Ebenso musste der Fabrikant, welcher Lieferungen nach Ländern mit schwankender Währung übernommen und später dafür Zahlung in der fremden Währung zu erwarten hatte, seine Forderungen auf Zeit verkaufen; denn ein für ihn gewinnreiches Geschäft könnte ihm Schaden bringen, wenn die fremde Valuta in der Zwischenzeit bedeutend im Kurse sich verschlechtert.

Wenn man hier einwendet, der internationale Zahlungsverkehr könne ebensogut durch geeignete Wechseloperationen geregelt werden, so übersieht man, dass dies nur mit grösseren Schwierigkeiten und grösserem Risiko geschehen könnte [1]). Einmal wird es nicht leicht sein, stets Wechsel mit passender Verfallzeit am Markte zu finden, ferner fiele dem Fabrikanten und Warenhändler die Beurteilung der Güte ausländischer Wechsel als lästige Aufgabe zu, die ihm dadurch noch mehr erschwert wird, dass er nicht weiss, wie der Gläubiger, dem die Wechsel remittiert werden sollen, deren Güte beurteilen wird.

Der durch den Handel und die Industrie herbeigeführte internationale Zahlungsverkehr erfolgt schliesslich allerdings grossenteils durch Tratten, sowie durch gegenseitige Zahlungsanweisungen in- und ausländischer Bankhäuser. Aber die Banken bedürfen selbst wieder geeigneter Zahlungsmittel, um ihre Verbindlichkeiten unter sich auszugleichen. Die Edelmetall-

---

[1]) Vgl. Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 1894. Band VI S. 625 ff. (Lexis).

bewegung ist gehemmt durch Rücksichten auf die heimische Diskonto- und Bankpolitik, somit bleiben ihnen als Zahlungsmittel oft nur die auf Termin gehandelten ausländischen Banknoten, das ausländische Papiergeld und die im internationalen Terminhandel verwendeten Wertpapiere. Von diesen kommen in erster Linie die Staatsrenten in Betracht, da die Summen, in welchen sie ausgegeben sind, meist gross genug sind, um solche Papiere zugleich an verschiedenen Börsen einzuführen. So wird, wie bereits erwähnt, Deutsche Reichs- und preussische Staatsanleihe ausser an deutschen Börsen jetzt auch in London auf Zeit gehandelt; russische, italienische, österreichische und ungarische Rentenpapiere sind in Berlin, Frankfurt, London und Paris zugleich Gegenstand eines lebhaften Zeithandels, und man darf wohl mit den Sachverständigen annehmen, dass dieser Terminhandel durch das Bedürfnis nach internationalen Zahlungsmitteln hervorgerufen, mindestens aber zu seiner heutigen Bedeutung gebracht wurde, wenn auch immerhin bei dem einen oder andern Papiere andre Faktoren ursprünglich mitgewirkt haben mögen.

Des weiteren werden auch eine Reihe von Aktien, welche an deutschen, englischen und französischen Börsen zugleich auf Termin gehandelt werden, in gleicher Weise wie die erwähnten Rentenpapiere als Hilfsmittel des internationalen Zahlungsausgleiches benutzt. Aber auch bei Betrachtung dieser Funktion des Terminhandels darf nicht übersehen werden, dass bei weitem nicht alle Termingeschäfte in ausländischen Valuten und Staatsschuldverschreibungen durch Bedürfnisse des internationalen Zahlungsausgleiches, sondern zu einem sehr grossen Teil durch die Spekulationslust hervorgerufen werden. So sind russische Noten Gegenstand einer lebhaften Spekulation gewesen. Bekanntlich hat der russische Finanzminister Witte versucht, diese Spekulation durch Massregeln zu bekämpfen, welche den Zeithandel in russischen Noten bedeutend eingeschränkt und im Laufe der Zeit fast ganz unterbunden haben [1]).

---

[1]) Der Jahresbericht der Berliner Aeltesten von 1893 sagt bereits: „Grosse Portefeuilles von russischen Wechseln, gegen die zur Sicherung

Ebenso wird der Handel in österreichisch-ungarischer Valuta bedeutungslos werden, sobald dort die Durchführung der Goldwährung gelungen sein wird. Statt dessen wendet sich neuerdings die Spekulation mit grösserem Interesse italienischen Werten zu.

c) Der volkswirtschaftliche Nutzen des Wertpapierterminhandels soll ferner angeblich darin bestehen, dass durch sein Vorhandensein der Ankauf von Papieren zum Zweck einer wirklichen Anlage und der Verkauf zum Zweck der Beschaffung flüssiger Mittel erleichtert wird, insofern, als mit Hilfe des Terminhandels später fällige Geldsummen bereits heute in Wertpapieren angelegt werden können, und umgekehrt Wertpapiere zum heutigen Kurs zu einem späteren, dem Besitzer geeigneter erscheinenden Termin veräussert werden können [1]).

Dieses Argument zum Nachweis des volkswirtschaftlichen Nutzens des Wertpapierterminhandels ist nicht besonders wirksam. Denn zur Erreichung dieses Zieles bedarf es gar nicht des börsenmässigen Terminhandels und seiner hochentwickelten Technik; im Gegenteil, das einfache Lieferungsgeschäft erscheint hierzu geeigneter, weil es der freien Vereinbarung der Kontrahenten auch die Bestimmung des Lieferungstermines und der Abschlusssummen überlässt, während der börsenmässige Terminhandel gewöhnlich nur Geschäfte per Ultimo des laufenden Monats und auf feste Mengeneinheiten zulässt. Ferner sind die meisten Kapital- und Effektenbesitzer gar nicht in der Lage, vom Terminhandel zu dem oben erwähnten Zwecke Gebrauch zu machen, da von den etwa 1400 an der Berliner Börse eingeführten Wertpapieren nur ca. 50 auf Zeit gehandelt werden. Ausserdem trifft das Argument

---

des Kursrisikos russische Banknoten auf Zeit verkauft zu werden pflegen, konnten nicht mehr gehalten werden, weil auf die Herschaffung der Banknoten zum Lieferungstermin nicht wie früher mit Sicherheit gerechnet werden konnte."

Der russische Finanzminister erblickte in der Stabilität des Rubelkurses die Vorbedingung für die Valutaregulierung und schritt daher durch eine mit Hilfe einiger Berliner Grossbanken erfolgreich durchgeführte enorme „Schwänze" gegen die Baissespekulation in Rubelnoten ein.

[1]) Vgl. z. B. Kopetzky S. 77, Russell S. 419 u. a.

nicht zu bei denjenigen Provinzialbörsen, an welchen Terminhandel überhaupt nicht besteht, während die Zahl der dort gehandelten Lokalpapiere, wie die täglich sich vollziehenden Umsätze ziemlich bedeutend sein können.

d) Als weiterer Vorteil des Wertpapierterminhandels wurde von den vor der Enquetekommission vernommenen Sachverständigen die Thatsache erwähnt, dass er die Grundlage des Reportgeschäftes bilde [1]). Dasselbe sei für Grosskapitalisten und Banken zur vorübergehenden Anlage flüssiger Kapitalien ein sehr sicherer und gewinnbringender Geschäftszweig. Da der Reportierungszinsfuss in der Regel höher ist als der Wechseldiskont, so biete das Reportgeschäft den Banken die Möglichkeit, ihren Kunden — besonders in Zeiten mit niedrigem Zinsfuss — einen verhältnismässig hohen Zins für ihre Bareinlagen zu gewähren. Ausserdem übe das Reportgeschäft vermöge seines internationalen Charakters gleichzeitig einen günstigen Einfluss auf die gleichmässigere Gestaltung des Zinsfusses in den verschiedenen Ländern und trage so zur Verhütung von Krisen oder wenigstens zur Abschwächung ihrer gefährlichen Wirkungen bei.

Diese günstige Wirkung des Terminhandels durch das Reportgeschäft ist nicht in Abrede zu stellen, aber sie hat eine soziale Kehrseite, die man nicht übersehen darf: Das Reportgeschäft besteht darin, dass der Kapitalist dem besitzlosen oder wirtschaftlich zu schwachen Spekulanten das Geld zur Abnahme der gekauften Stücke leiht, ihm so die Fortsetzung der Spekulation ermöglicht und dafür einen sicheren Gewinn als Report erhält [2]). Die Wahrheit dieses Satzes kann nicht durch den Hinweis entkräftet werden, dass auch grosse Bankhäuser Effekten in Kost geben, um sich dadurch die zur Kreditgewährung an ihre Klientel erforderlichen Mittel zu verschaffen [3]).

---

[1]) So Winterfeldt, Stenogr. Ber. S. 438 u. a.

[2]) Vgl. auch Baron, „Die Börsenenquete“ S. 56.

[3]) Die Reportgeschäfte der Bankhäuser dienen fast nie der Prolongation von ihnen eingegangener Börsengeschäfte, sondern meist lediglich der Geldbeschaffung. Der Darlehensnehmer verkauft einen Betrag Effekten an den Darlehensgeber auf den Termin, zu welchem er Geld

Gemildert wird diese ungünstige Wirkung des Reportgeschäftes durch zweierlei. Einerseits fliesst der von kapitalschwachen Spekulanten gezahlte Report teils als Zins für Bardepositen, teils als Dividende von Aktiengesellschaften, schliesslich wieder der breiten Schicht der mittleren Bevölkerungsklassen, den Inhabern von verzinslichen Depositen und den Kontokorrentkunden zu, anderseits werden die Reportsätze vielfach dadurch verbilligt, dass Börsenspekulanten, nämlich Baissiers, welche nur die Beschaffung der Stücke im Auge haben, die Reportierung zu niedrigem Satze bewirken [1]).

Bei allem, was über das Reportgeschäft gesagt wurde, ist aber vor allem ein sehr wichtiger Punkt übersehen, nämlich, dass das Reportgeschäft nichts dem Terminhandel speziell, sondern etwas der Kreditspekulation überhaupt Eigentümliches ist, welch letztere sich ebensowohl des Kassageschäftes bedienen kann.

e) Als weiterer Vorzug des Terminhandels wird angeführt, er erweitere den Markt. Bei der ungeheuren Ausdehnung welche die Kapitalanlagen in Wertpapieren in neuerer Zeit angenommen haben, ist das Vorhandensein eines lieferungs-, aber auch kauffähigen Marktes ein unzweifelhafter volkswirtschaftlicher Vorteil. Ein solcher Markt ist um so leistungsfähiger, je leichter und bequemer sich hier Käufe und Verkäufe jeder beliebigen Quantität von Wertpapieren vollziehen können, und je grösser die Zahl der hier verkehrenden Käufer und Verkäufer ist. Diese Vorteile bietet der Terminmarkt in hohem Grade [2]). Seine verfeinerte Technik ermöglicht es vielen, als Käufer aufzutreten, ohne dass sie den Kaufpreis besitzen, und als Verkäufer, ohne dass sie die Effekten besitzen. Der bequemen Form der Eingehung eines Termingeschäftes entspricht eine ebenso einfache und leichte Art der Abwickelung, bei welcher das allenthalben als Zeichen eines hochentwickelten

---

braucht, und kauft sie gleichzeitig zu einem späteren Termin zurück. Vgl. „Salings Börsenpapiere“ (R. Siegfried) 1892 Bd. I S. 151.

[1]) Ibid. S. 151 ff.

[2]) Bei Einführung eines Effektes in den Terminhandel macht sich häufig die Thatsache, dass dem betreffenden Papier hierdurch grössere Absatzfähigkeit geschaffen ist, sofort in einer kleinen Kurserhöhung bemerkbar. Stenogr. Ber. Bär S. 825, Wiener S. 1075 u. a.

Handelsverkehres geltende Prinzip verwirklicht ist, den grösstmöglichen Güterverkehr mit dem geringstmöglichen Aufwand von Barmitteln und Güterbewegung zu erzielen. Wird nun diese Erweiterung des Marktes durch Einführung des Terminhandels einem durchaus guten Anlagepapier zu teil, so erleichtert sie die solide Kapitalanlage, wie die Kreditvermittelung. Mit Recht wünschen daher die Sachverständigen [1]), es möge sich in Deutscher Reichs- und preussischer Staatsanleihe ein lebhafteres Zeitgeschäft entwickeln, damit auch grosse, nur auf kurze Zeit anzulegende Summen dieser Papiere ohne wesentliche Kursverluste gekauft und wieder veräussert werden können. „Ich verweise," sagt der Sachverständige Kopetzky, „auf das Beispiel von Frankreich, wo ganz vorübergehende Anlagen in Renten gemacht werden, weil man sicher ist, soweit man überhaupt sicher sein kann, das Geld, das man in solchen Werten angelegt hat, auch sehr schnell wieder flüssig machen zu können."

Aber diese Erhöhung der Absatzfähigkeit ist unter den bestehenden Verhältnissen auch Papieren von minder grosser Sicherheit zu teil geworden [2]). So sind z. B. manche Bergwerksaktien Gegenstand des Terminhandels geworden. Die grossen Bergwerksgesellschaften sind meist dadurch entstanden, dass mehrere kleine Zechen zu einer Unternehmung vereinigt wurden und das zur Abfindung der früheren Besitzer erforderliche Kapital successive aufgebracht wurde. Aus diesem Grunde hat z. B. das Kapital der Harpener Bergwerksgesellschaft fortwährende Erhöhungen erfahren; die finanzierenden Bankhäuser deckten sich gegen das grosse Risiko, das sie übernommen hatten, durch vorsichtige, fortwährende Begebung der Aktien im Wege des Terminhandels. Ebenso verfuhr man bei Unterbringung von österreichischen, italienischen, serbischen und mexikanischen Anleihen. Die durch den Terminhandel geschaffene Erweiterung des Marktes hat also neben der Unterbringung solider Papiere auch der notdürftigen Placierung

---

[1]) Kopetzky S. 83 u. a.

[2]) Vgl. Alexander S. 451 ff., Basch S. 989, Kassel S. 1464, Bamberger S. 664, Wiener S. 1844 u. a.

riskanterer Werte gedient. Die Emissionshäuser gehen dabei mit grosser Vorsicht vor, wachen ängstlich darüber, dass nicht durch plötzliches Angebot der Kurs gedrückt werde und stossen ihre Vorräte durch Zeitgeschäfte unmerklich ab. Die Spekulation nimmt das neue Papier vorläufig auf, und dasselbe flottiert am Markte, bis es im Laufe der Zeit entweder in feste Hände übergeht oder wegen der grossen „Marge" seiner Bewegung zum beliebten Spielobjekt wird, wie es z. B. bei den Aktien von Bergwerken, deren ungewisse Erträgnisse naturgemäss grosse Kursschwankungen der Papiere zur Folge haben, der Fall ist.

Ziehen wir das Fazit aus der Betrachtung der bisherigen Ausführungen, mit welchen die in der Enquete vernommenen Börsenleute den volkswirtschaftlichen Nutzen des Wertpapierterminhandels darzuthun suchten, so ergibt sich folgendes:

Ein Bruchteil — wie gross derselbe ungefähr ist, bleibt auch nach der Börsenenquete unbekannt — der Termingeschäfte, welche in internationalen Terminpapieren abgeschlossen wurden, diente der Arbitrage, ein weiterer Bruchteil — dessen ungefähre Grösse ebenfalls nicht ermittelt ist — diente der Kursversicherung gegen Valutaschwankungen, und endlich hat der Terminhandel zuweilen Anwendung gefunden zur Erleichterung der Emission gewisser Papiere. Weitere Fälle, wo der Terminhandel ein „wirtschaftliches Bedürfnis", wie in der Enquete gefragt war, erfüllte, sind in den Sachverständigenvernehmungen nicht angegeben. Somit war — wenigstens nach den Ergebnissen der Enquete — das Motiv, das allen übrigen Zeitgeschäften in Wertpapieren zu Grunde lag, blosse Spekulation auf ein künftiges Steigen oder Fallen der Kurse. Die Papiere, in welchen ein dauernder Terminhandel aus andern Bedürfnissen als denen der Spekulation möglich wäre, sind demnach nur ausländische Valuten und internationale Terminpapiere; der Kreis der Personen, welche „berufsmässig" Termingeschäfte abzuschliessen haben, besteht nur aus Arbitrageuren und Leuten, welche im Zahlungsverkehr

mit Ländern mit schwankender Valuta stehen. Die berufsmässigen Börsenleute selbst schliessen, von den vorerwähnten Fällen abgesehen, keine Zeitgeschäfte für eigene Rechnung ab, oder sollten dies nach Ansicht der vernommenen Geschäftsleute wenigstens nicht thun; soweit es dennoch geschieht, ist es nur bei den unreellen Elementen der Fall, welchen die übrigen Börsenleute „nur mit Vorsicht" Kredit geben. Die Mehrzahl der bisher abgeschlossenen Zeitgeschäfte in Wertpapieren waren also nicht berufsmässige Operationen von Börsenleuten, sondern Spekulationsgeschäfte, an denen sich Angehörige der verschiedensten Berufsarten und Stände beteiligten. Ein Sachverständiger[1]) sagt geradezu: „Wenn das Publikum nicht mitgeht, ist die Börse Null."

Wenn aber auch das Motiv bei der Mehrzahl der Zeitgeschäfte in Wertpapieren, besonders der sog. Differenzgeschäfte, Spekulation ist, so darf man doch, wie schon früher betont, diese beiden Begriffe nicht als identisch betrachten und muss immer im Auge behalten, dass der Terminhandel nur die Form ist, in welcher die Spekulation sich bei uns geäussert hat, neben welcher jedoch noch andere Formen in Betracht kommen können. Man darf infolgedessen das, was von der Wertpapierspekulation überhaupt gilt, nicht als etwas dem Wertpapierterminhandel speziell Eigentümliches hinstellen. Wollte die Enquete in dieser Beziehung Klarheit schaffen, so war erstens zu untersuchen: welches sind die Wirkungen der Wertpapierspekulation überhaupt, gleichviel in welcher Form sie sich äussert, und zweitens, welches sind die dem Wertpapierterminhandel speziell eigentümlichen Wirkungen. Wenn man zu einem richtigen Resultat kommen wollte, war eine solche Unterscheidung unbedingt erforderlich. Ihr Fehlen macht sich vielfach in den in der Enquete gepflogenen Erörterungen über den Terminhandel bemerkbar. Daher sind wichtige Fragen, welche nach der Enquete klargestellt sein könnten, noch heute umstritten, vor allem die Frage nach dem Einfluss des Terminhandels auf die Preisgestaltung. Weitaus die Mehrzahl der in der Enquete ver-

[1]) Sulzbach S. 1363.

nommenen Sachverständigen neigte nach ihren Erfahrungen zu der — auch in der Wissenschaft als richtig geltenden — Ansicht hin, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Preisgestaltung herbei in der Weise, dass statt plötzlicher grosser Kursschwankungen häufige kleine Preisveränderungen einträten. Um dies zu beweisen, wird gewöhnlich folgendermassen argumentiert: Auf dem Kassamarkt kann ein verhältnismässig geringes Angebot schon einen Kursrückgang, eine geringe Nachfrage schon eine Kurssteigerung zur Folge haben, weil der Kreis der Käufer und Verkäufer bedeutend kleiner ist, als im Terminhandel [1]). Im Terminhandel dagegen ruft gesteigerte Nachfrage sofort gesteigertes Angebot hervor und umgekehrt, weil jeder Käufer und Verkäufer das Risiko seines Geschäftes durch die entgegengesetzte Operation wieder leicht von sich abwälzen kann. Geht die Bewegung à la hausse, so werden sich fortwährend Spekulanten mit Realisierung ihres Gewinnes zurückziehen, d. h. es werden täglich einige der früheren Käufer nunmehr Verkäufe abschliessen und dadurch retardierend auf die weitere Entwickelung der Hausse wirken. Ebenso verhalte es sich bei den Spekulationen à la baisse. Ein Teil der Baissiers werde sich täglich durch Käufe decken; dadurch werde täglich die Stärke der Baisse gemildert, und so würden sprungweise Kursrückgänge vermieden [2]). Diese deduktive — an sich einleuchtende — Beweisführung hat die Börsenkommission zu stützen gesucht durch eine graphische Darstellung der Kursbewegung von fünf Effekten, und zwar dreier Terminpapiere (Diskontokommanditanteile, Harpener Bergwerksaktien und Ostpreussische Südbahnaktien) und zweier Spekulationspapiere

---

[1]) So sagt der Sachv. Bamberger (S. 659): „Ich erinnere mich aus dem Jahre 1873, wo Diskontokommandit amtlich noch nicht per Ultimo gehandelt wurden, dass an einem Tage durch Zusammenfluss von Verkaufsorders der Kurs 50 % niedriger war als am Tage vorher. Diese Erscheinung hätte nach meiner Erfahrung sich niemals ergeben können, wenn Terminhandel schon damals vorhanden gewesen wäre.“ Vgl. ferner die Aussagen des Sachv. Winterfeldt (S. 442) bezüglich der Aktien der Maschinenbaugesellschaft Schwartzkopff.

[2]) Vgl. Stenogr. Ber. Lexis S. 3534, Winterfeldt S. 432 u. a.

des Kassamarktes (Aktien der Patzenhofer-Brauerei und der Berliner Maschinenfabrik Schwarzkopff) während des Zeitraumes von 1886—1892.

Leider ist in dieser Darstellung nur die Kursbewegung von Monat zu Monat angegeben, während es für den vorliegenden Zweck gerade darauf ankommt, die fortdauernden kleinen Schwankungen von Tag zu Tag für die Terminpapiere und die Grösse der manchmal an einem Tag sich vollziehenden Kursveränderungen der Kassapapiere nachzuweisen [1]).

Immerhin liefert aber die Tabelle auch in dieser Form wertvolle Anhaltspunkte. Die Aktien der Patzenhofer-Brauerei sind beispielsweise von Mai bis Juni 1891 von 540 auf 280 gefallen — eine Kursveränderung, wie sie keines der Terminpapiere in solchem Zeitraum zeigt; Harpener Bergwerksaktien, welche unter den Terminpapieren die stärksten Kurven der Kursbewegung beschrieben, haben einmal innerhalb zwei Monaten als stärksten Kursrückgang einen solchen von 100 % erfahren. Berücksichtigt man aber, dass die Höhe des Grundkapitals der verglichenen Wertpapiere sehr verschieden ist und dass sich die Spekulation zu ein und derselben Zeit der verschiedenen Papiere nicht in gleich hohem Grade bemächtigt [2]).

---

[1]) Baron sagt („Die Börsenenquete“ S. 49), „das Argument (der Terminhandel sei geeignet, wenn auch nicht die Häufigkeit, so doch die Grösse der Preisschwankungen zu hindern) selbst erscheint mir nicht richtig. Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe.“ Diese Argumentation begeht den Fehler, dass sie Ungleichartiges vergleicht. Es ist nicht die Kursbewegung der auf Termin gehandelten Spekulationspapiere mit der Kursbewegung beliebiger oder sämtlicher Anlagepapiere des Kassamarktes zu vergleichen, sondern aus den nur per Kassa gehandelten Papieren sind die sog. Spekulationspapiere herauszugreifen, d. h. diejenigen, in welchen täglich grosse Umsätze stattfinden und welche weniger zum Zwecke der dauernden Kapitalanlage als wegen der zu erwartenden Kursgewinne gehandelt werden.

Auf die Verschiedenheit der Kursbewegung sicherer Anlagepapiere und minder sicherer Spekulationspapiere weist auch Struck hin (Handwörterb. d. Staatsw. Bd. II S. 694).

[2]) „Bekanntlich“, sagt der Sachv. Winterfeldt (S. 433), „sind ja die Werte, auf die sich die Spekulation wirft, Modesache. Es sind in

so kann man nicht eben sagen, dass durch die Börsenenquete die Behauptung erfahrungsmässig vollkommen erwiesen sei, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Gestaltung der Kurse der Wertpapiere herbei. Vollkommener wäre der zu liefernde Beweis wohl gelungen, wenn man die Kursbewegung derjenigen Papiere, welche bereits vor ihrer Einführung in den Terminhandel Gegenstand einer lebhaften Spekulation waren, graphisch dargestellt hätte und zwar für die Zeit vor und nach Bestehen des Terminhandels. Dazu hätte dann noch eine Vergleichung zweier hinsichtlich ihrer Preisgestaltung annähernd denselben Konjunkturen unterliegenden, mit annähernd gleichem Grundkapital ausgegebenen Papiere kommen können, von welchen das eine Gegenstand der Newyorker Kassaspekulation, das andre Gegenstand der deutschen Terminspekulation ist. Wenn es auch die Enquetekommission unterlassen hat, die Behauptung von der durch den Terminhandel herbeigeführten gleichmässigeren Preisgestaltung genügend durch Thatsachen zu belegen, so haben anderseits ihre Untersuchungen auch keine Argumente für das Gegenteil zu Tage gefördert. Ueberall, wo man in der Enquete die gegenteilige Ansicht vertrat, ist die Streitfrage, auf die es allein ankommt, nicht festgehalten: Werden die täglichen Preisschwankungen eines Papieres, welches Gegenstand einer lebhaften Spekulation geworden ist, grösser sein, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, oder wenn sie sich des Terminhandels bedient? Wesentlich anders lautet natürlich die Frage: Sind die täglichen Preisschwankungen der auf Termin gehandelten Papiere geringer als diejenigen der per Kassa gehandelten Effekten? Je nachdem man sich die eine oder die andre Frage stellt, wird die Antwort verschieden ausfallen, wie die Börsenenquete beweist[1]). Auf einer irrigen Auffassung der Streit-

---

gewissen Perioden Industriepapiere, die Kohlenaktien; die Spekulation verschwindet, wenn sie schlechte Erfahrungen gemacht hat, ebenso schnell aus diesen Papieren, und es kommen da so wunderbare Veränderungen im Handel vor, dass, während in einem Papier ungeheure Umsätze monatelang gemacht sind, dann nachher wieder monatelang und vielleicht Jahr und Tag die Umsätze verschwindend sind."

[1]) Enquetebericht S. 77.

frage beruht es offenbar auch, wenn Baron sagt[1]): „Bei den unzähligen Papieren, welche nicht per Ultimo gehandelt werden, ist die tägliche Preisschwankung eine im ganzen geringe."

Weit wichtiger als die Frage nach den Preisänderungen ist diejenige nach der Richtigkeit der Preise, nämlich: „Entsprechen die für die Terminpapiere festgestellten Preise dem wahren Werte dieser Papiere?" Die Aussagen der Sachverständigen zu dieser Frage hatten meist etwa folgenden Sinn: Das Publikum habe sich des Terminhandels bedient, um zeitweise Teilhaber an Unternehmungen zu werden, auf deren fernere Entwickelung es aus den Beobachtungen der Vergangenheit und der Beurteilung der gegenwärtigen Lage[2]) Schlüsse ziehen zu können glaube. Es werde so das Interesse an den verschiedenen Zweigen der Industrie, des Handels, des Transportwesens etc. in immer weitere Kreise unsrer Gesellschaft hineingetragen. Alle Thatsachen, die auf das Gedeihen eines solchen Unternehmens Einfluss übten, würden gesammelt, viele Tausende kontrollierten den Gang der Geschäfte und richteten danach ihre Börsenoperationen ein, auf Grund deren ein Börsenterminpreis festgestellt werde, welcher den gemeinen Wert des betreffenden Papieres darstelle.

Wie besteht eine solche Schilderung gegenüber der Thatsache, dass die Richtung der Spekulation stets von bestimmten eingeweihten Bankhäusern und Grosskapitalisten angegeben wird, in deren Gefolge sich dann eine Menge urteils-

---

[1]) „Die Börsenenquete" (Berlin 1895) S. 49.

[2]) So werde z. B. ein Getreidehändler, welcher fortwährend die Ernteaussichten Oesterreichs und Russlands verfolgt, hieraus auf die Erträgnisse der Bahnen, welche den Export vermitteln (Galiz. Eisenbahn, Ostpreuss. Südbahn u. s. w.), schliessen und Zeitgeschäfte in deren Aktien eingehen (Arnhold S. 443).

In den Aktien der Dortmund-Enscheder Eisenbahngesellschaft soll der Terminhandel nur deswegen Eingang gefunden haben, weil man glaubte, „es spiegele sich in ihren Kursen die Lage des westfälischen Kohlenmarktes" (Russell S. 417).

Die Aktien des Norddeutschen Lloyd sollen Gegenstand des Terminhandels geworden sein, weil seine Schiffe nicht alle versichert sind, das Vermögen der Gesellschaft infolgedessen grossen Gefahren und deshalb die Aktien grossen Kursschwankungen ausgesetzt sind (Wolde S. 300).

loser kleiner Spekulanten einstellen, welche blind der ihnen angedeuteten Richtung à la hausse oder à la baisse folgen? Waren die Motive, welche die wenigen leitenden Spekulanten (die sog. haute finance) zu Operationen à la hausse oder à la baisse veranlassten, wirklich in den Kreditverhältnissen eines Staates oder der inneren Entwickelung einer Aktiengesellschaft begründet, so trägt die Mitwirkung des Privatpublikums in diesem Falle nur dazu bei, dass das Urteil eingeweihter Kreise in den festgestellten Kursen in übertriebenem Masse zum Ausdruck gelangt, d. h. in Kursen, die viel höher oder viel niedriger sind, als sie im Vergleich zu der Rente, welche das betreffende Papier abwirft, sein sollten[1]). So stiegen Harpener Bergwerksaktien vom Juli 1889 bis Januar 1890 von 150 % auf 330 % und fielen alsdann vom Januar bis Mai 1890 von 380 % auf 180 %; und alle diese Kurse sollten dem wahren Wert entsprechen, wenn die von dieser Gesellschaft verteilte Dividende für das Geschäftsjahr 1889/90 von 15 % auf 20 % für das Geschäftsjahr 1890/91 stieg?

Ausserdem ist noch der nicht seltenen Fälle zu gedenken, wo auch die die Spekulation leitende haute finance getäuscht war und sich zu Börsenoperationen veranlasst fühlte, welche in der wirklichen wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens oder den Marktverhältnissen durchaus nicht begründet waren. Auch Fälle dieser Art haben die Untersuchungen der Enquetekommission zu Tage gefördert.

Die Preise, die bei Geschäftsabschlüssen in irgend einem Industriezweig (z. B. beim Verkauf von Schienen in der Eisenindustrie) erzielt wurden, dienen den Spekulanten als Grundlage für die Beurteilung der Verhältnisse dieses Industriezweiges und für ihre Börsenoperationen in den entsprechenden Wertpapieren. Manche Leiter industrieller Unternehmungen machen sich dies zu nutze, indem sie den Preis für die her-

---

[1]) Vgl. bes. Struck, „Börsenspiel“ im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696: „In dem Masse aber, als dies geschieht (nämlich dass unfähige Elemente sich zur Spekulation drängen), verlieren die befähigten Elemente ihren Einfluss auf die Bewegung. Denn eine richtigere Preis- oder Kursbewegung ist bei grösserer Zahl der Spekulanten nur so weit besser gesichert, als es sich um befähigte Personen handelt.“

gestellten Produkte ihren eigenen Börsenoperationen anpassen und dadurch die übrigen Spekulanten täuschen.

So kann beispielsweise bei grossen Schienensubmissionen von den Leitern der Eisenwerke ein besonders billiger Preis festgesetzt werden; dadurch tritt mit ziemlicher Sicherheit ein Kursrückgang in Eisenwerten ein, und dies kann durch Baissespekulationen in einem Masse ausgenutzt werden, dass der vorherige Preisausfall reichlich gedeckt wird[1]).

Ebenso kommt es vor, dass bei Baissespekulationen der Kredit einer Unternehmung in durchaus ungerechtfertigter Weise angegriffen wird — zu keinem andern Zweck, als um den gewünschten Kursrückgang herbeizuführen.

Angesichts dieser Thatsachen bedarf die Frage, ob der Terminhandel zur richtigeren Bewertung der Papiere beitrage, gewiss der Beachtung. Die richtige Antwort ist auch hier nur zu finden, wenn man daran festhält, dass der Terminhandel nicht die einzige, sondern nur die vollkommenste Form der Spekulation ist, d. h. wenn man die Wirkungen der Kreditspekulation überhaupt und diejenigen, welche dem Terminhandel speziell eigentümlich sind, scharf auseinanderhält. Bemächtigt sich die Kreditspekulation — gleichviel ob in Form des Kassageschäftes oder der des Termingeschäftes — in grösserem Umfang eines Papieres, so wird die Mitwirkung der „Mitläufer" sich stets in übertrieben hohen oder übertrieben niedrigen Kursen bemerkbar machen, nur mit dem Unterschied, dass der Terminhandel geeigneter ist, diese schädlichen Einflüsse auf die Bewertung abzuschwächen als die Kassaspekulation. Diese — nach den Schilderungen der Sachverständigen über das in Amerika herrschende Börsenspiel — zweifellos richtige Behauptung durch das Zusammentragen eines genügenden Thatsachenmateriales zu stützen, war von den der Enquete obliegenden Aufgaben eine der allerwichtigsten, die jedoch leider — wie manche andre — ungelöst geblieben ist. Ebenso mangelt es auch nach den Verhandlungen der Börsenenquete noch an Belegen für die Behauptung, das ausserhalb der Börse stehende Publikum beteilige sich

[1]) Stenogr. Ber. Dr. Basch S. 990 ff.

vorwiegend an der Haussespekulation; a priori spricht allerdings für diese im einzelnen nicht näher durch Erfahrungsbeispiele belegte Ansicht eine gewisse innere psychologische Wahrscheinlichkeit.

Die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko (Prämien-, Stellagen- und Nochgeschäfte) waren in der Enquete Gegenstand besonderer Diskussionen, die jedoch nicht in erster Linie thatsächliche Feststellungen zum Zwecke hatten, sondern — dem durch die ganze Enquete gehenden moralisierenden Zuge folgend — darauf hinausliefen, ob „es sich empfiehlt", dem als verwerflich erkannten Börsenspiel „durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken — etwa dahin, dass Prämiengeschäfte für nichtig oder doch unklagbar erklärt werden". Bei dieser Behandlung der Sache konnte die Ausbeute an thatsächlichen Ergebnissen natürlich nur gering ausfallen und hat in Wirklichkeit im Vergleich zu dem, was bereits bekannt war[1]), fast nichts Neues zu Tage gefördert. Das Wesentlichste über die äussere Gestalt der Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko ist bereits gesagt. Amtliche Notizen werden nirgends in Deutschland für diese Geschäfte festgestellt. Gegenstand derselben sind ausser Valuten meist nur solche Terminpapiere, in welchen eine besonders lebhafte Spekulation stattfindet.

Was für die Beurteilung der Prämiengeschäfte von Wichtigkeit ist und nach den Ausführungen in „Salings Börsenhandbuch" als bekannt vorausgesetzt werden darf, ist kurz folgendes: Das Privatpublikum beteiligt sich an Prämiengeschäften fast ausschliesslich als Prämienzahler, da hier das Risiko von vornherein begrenzt ist, während die Prämienzieher vorwiegend dem Kreise der Börsenleute und Bankiers angehören. Dem Prämienzieher bietet sich die Möglichkeit, mit Hilfe des Vorprämiengeschäftes die zu einem - nach seiner Ansicht — zu hohen Kurse gekauften Effekten zu einem günstigeren Kurse abzustossen, mit Hilfe des Rückprämiengeschäftes dagegen, den Verkaufswert zu billig weggegebener

[1]) Zu verweisen ist besonders auf die Ausführungen R. Siegfrieds über die „Prämiengeschäfte" in „Salings Börsenhandbuch" I. Teil.

Stücke zu verbessern[1]). Das Stellagegeschäft dient dem Prämienmakler zur Glattstellung seiner in Vor- und Rückprämiengeschäften eingegangenen Engagements. Das Nochgeschäft endlich dient denjenigen, welche sich am Prämien- und Stellagegeschäft beteiligen, dazu, sog. „schiefe" Prämien und Stellagen, d. h. solche, die sich wegen ihres Missverhältnisses zum Ultimokurs nicht weiter begeben oder in neue Prämiengeschäfte umwandeln lassen, wieder zu börsenmässigen Geschäften zu gestalten. Diese technischen Funktionen, welche die Prämiengeschäfte für die berufsmässigen Börsenleute erfüllen, sind in der Enquete nur oberflächlich berührt worden; was sie über die Prämiengeschäfte ergeben hat, ist etwa folgendes:

1. Prämiengeschäfte dienen im internationalen Zahlungsverkehr der Kursversicherung[2]). Wer beispielsweise nach Russland Offerten für Waren irgend welcher Art zu einem bestimmten Preise macht und die Bestellung erst auf einen späteren Termin erwartet, wird sich gegen die Schwankungen, welchen der Rubelkurs bis zum Zeitpunkt der Bestellung unterliegt, nur durch ein Prämiengeschäft zu schützen vermögen. Demselben Zwecke der Sicherung eines bestimmten Kurses dienen Prämiengeschäfte in den internationalen Terminpapieren in der Arbitrage.

2. Das Prämien- und Nochgeschäft kann für den solideren Betrieb des Emissionsgeschäftes von grossem Werte sein. Wenn z. B. ein Emissionshaus 100 Millionen einer ausländischen Anleihe in der Weise übernommen hat, dass es 20 Millionen fest und gleichzeitig für die nächsten vier Monate das Optionsrecht auf je weitere 20 Millionen erwirbt, so bietet das Prämien- und Nochgeschäft allein dem Emissionshaus die Möglichkeit, einen seinen eigenen Uebernahmebedingungen entsprechenden Weg der Begebung der Anleihe einzuschlagen. Bestünde dieser Weg nicht, so bliebe dem Emissionshaus nur die Wahl zwischen dem grossen Risiko, das mit der Uebernahme von 100 Millionen

[1]) Alles Nähere hierüber siehe R. Siegfried, „Salings Börsenhandbuch" I. Teil S. 134 ff.

[2]) Vgl. besonders die Ausführungen des vereideten Maklers Benary S. 139 ff.

auf einmal verbunden ist, oder dem Verzicht auf das ganze Geschäft[1]).

3. Wenn man die Spekulation überhaupt zulässt, dann muss man konsequenterweise auch das Mittel zulassen, das Risiko derselben zu mindern. Es ist beispielsweise möglich, dass jemand einen Aufschwung der Kohlenindustrie voraussieht, seiner Sache aber nicht ganz sicher ist und deshalb nur ein bestimmtes ziffermässig auszudrückendes Risiko übernehmen will. Angenommen, er fände einen Gegenkontrahenten, der seinen Besitz an Kohlenaktien zu einem 5 oder 10 % höheren Kurse per Ultimo zu verkaufen bereit ist, warum sollte man diese beiden Leute hindern, ein Prämiengeschäft abzuschliessen? Nun wurde von den Sachverständigen allerdings nicht in Abrede gestellt, dass die Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko vorwiegend Spielzwecken dienen, dass sie zur Erhöhung der Zahl der „fiktiven" nur „auf dem Papier" sich vollziehenden Umsätze beitragen, dass sie von ungünstigem Einfluss auf die Preisgestaltung sein können[2]), dass endlich gerade das kapital- und urteilsschwächere Publikum sich mit Vorliebe an diesen Geschäften beteiligt, trotzdem wünschte keiner der für die Effektenbranche vernommenen Sachverständigen ein Verbot dieser Geschäfte, weil es ihnen nicht angängig erschien, technisch hochentwickelte Verkehrsformen nur deshalb zu beseitigen, weil urteils- und kapitalschwache Elemente dieselben zum Börsenspiel missbrauchten. Immer wieder und wieder zeigt sich in den Untersuchungen der Enquetekommission, dass weitaus die meisten schädlichen Wirkungen, welche man dem Termingeschäft — sowohl demjenigen mit beschränktem wie dem mit unbeschränktem Risiko — zuschreibt, der Kreditspekulation — welche stets Formen zu ihrer Bethätigung gefunden hat und finden wird — zur Last fallen und nicht den heute bestehenden Geschäftsformen. Ob aber zwischen der Form, deren sich die Kreditspekulation bedient und dem Umfang derselben ein gewisser Zusammenhang besteht und welcher, bleibt nunmehr noch zu untersuchen.

---

[1]) Kopetzky S. 136.

[2]) Siehe besonders Christians S. 1803.

F. Börsenspiel.

Zum richtigen Verständnis dieses Wortes ist es vor allem nötig, sich über den Begriff der Spekulation und die Grenzen, die man ihm ziehen will, klar zu werden.

„Unter Spekulation im allgemeinen," sagt Brückner[1]), „versteht man ein gegenwärtiges Handeln, bedingt durch die Wahrscheinlichkeit, aus diesem Handeln in Zukunft einen erwünschten Erfolg zu erzielen. — Je grösser die Wahrscheinlichkeit wird, um so mehr nähert sie sich der Gewissheit, je kleiner sie wird, um so näher kommt sie dem Glück und Zufall. Die Spekulation steht also in der Mitte zwischen Gewissheit einer- und Glück und Zufall anderseits."

Auch Lexis findet das hauptsächlichste Merkmal der Spekulation darin, dass sie ein aleatorisches Moment, ein Spielrisiko enthält, das allerdings durch reiche Erfahrung bedeutend herabgemindert werden könne[2]).

Also das Moment des Ungewissen ist charakteristisch für die Spekulation, in welcher Form sie auch in der Volkswirtschaft hervortrete. Aber gerade dieses Moment ist auch für den Begriff Spiel[3]) das wesentlichste. Der Spekulant will nun durch seine Intelligenz und sein Denken Herr über das Ungewisse werden. Dieses Element tritt besonders hervor in der Wette. Die juristische Terminologie hat sich die erdenklichste Mühe gegeben, durch scharfsinnige Ausführungen die Begriffe Spiel und Wette festzustellen und zu umgrenzen[4]). Für unsern Zweck, d. h. zur Unterscheidung von Spekulation und Börsenspiel, sind jedoch diese Distinktionen wenig wert-

---

[1]) „Der Differenzhandel an der Börse" S. 46.

[2]) Lexis, „Spekulation" im Handwörterb. der Staatsw. Bd. V. Vgl. auch Macculloch, Principles of political economy" p. 320 ff.

[3]) Die Vieldeutigkeit und Unklarheit dieses Wortes tritt besonders hervor, wenn man bedenkt, dass die englische Sprache für diesen Begriff vier verschiedene Ausdrücke mit ganz verschiedener Bedeutung besitzt (play, sport, game, gamble).

[4]) Vgl. z. B. Krügelstein, „Ueber den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette"; ferner Wilda, „Die Wetten" (in der Zeitschr. f. D. Recht und D. Rechtswissenschaft Bd. VIII S. 200 ff.).

voll, denn für den Spekulanten wie für den Börsenspieler ist es, wie Cohn sich ausdrückt[1]), der Sporn des Ungewissen mit der Lockung des Gewinnes, welcher das Getriebe der Spekulation im Gange hält, welcher überhaupt das ganze Getriebe des Systems privater Unternehmungen und privaten Eigentums im Gange hält.

Also nicht in den Motiven, welche dem Handeln zu Grunde liegen, sind die Unterscheidungsmerkmale zwischen Börsenspiel und Spekulation zu suchen, denn sowohl der Spekulant wie der blosse Spieler haben das gemeinsame Ziel, die Gewinnung einer Differenz zwischen dem bekannten gegenwärtig gültigen und dem noch unbestimmten künftigen Kurs.

Auch nicht in der Form und Technik der Geschäfte unterscheidet sich das Börsenspiel von der Spekulation. In beiden Fällen kann ein wirkliches Kaufgeschäft auf Zeit, ein börsenmässiges Termingeschäft abgeschlossen werden[2]), in beiden Fällen bedienen sich die Kontrahenten derselben Mittelspersonen, derselben Börseneinrichtungen zur Eingehung und Abwickelung des Geschäftes; in beiden Fällen kann die Erfüllung des ursprünglich abgeschlossenen Kaufvertrages ohne effektive Lieferung von Wertpapieren, vielmehr lediglich durch Bezahlung der Differenz zweier Preise (Differenzgeschäft im weiteren Sinne) stattfinden.

Auch nicht des Zeithandels bedarf das Börsenspiel, denn es kann sich zur Erreichung seiner Zwecke ebensowohl des Kassageschäftes bedienen.

Ebensowenig unterscheidet sich notwendig das blosse Börsenspiel von der Spekulation in den Wirkungen für die Börse selbst. Beide können zur Erweiterung des Marktes, zur Ver-

---

[1]) G. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform, „Ueber das Börsenspiel“ S. 138.

[2]) Sog. reine Differenzgeschäfte, d. h. Geschäfte, deren Vertragsgegenstand die Differenz zweier Preise bildet, kommen nach Aussage der kaufmännischen und juristischen Sachverständigen, welche die Enquetekommission vernommen hat, fast nicht vor. Siehe Stenogr. Ber. Kopetzky S. 117, 121, Russel S. 460, Kussel S. 1466/67, v. Pflaum S. 1569.

Vgl. ferner Motive zum Entwurf des bürgerlichen Gesetzbuches Bd. II S. 648.

mehrung der Zahl der Umsätze und zur Erhöhung der Absatzfähigkeit der Papiere beitragen.

Wenn nun weder in den Motiven, von welchen der Börsenspieler und Spekulant getrieben werden, noch in der juristischen Form, noch in der Technik ihrer Geschäfte, noch in der Wirkung derselben für die Börse brauchbare Unterscheidungsmerkmale liegen, worin sonst sind diese zu finden?

Die Form, in welcher die Enquetekommission den Sachverständigen diese Frage vorlegte, war folgende:

„Gibt es Merkmale (und eventuell welche?), wonach sich der reelle Terminhandel von dem blossen Differenzgeschäft (Börsenspiel) unterscheidet, und empfiehlt es sich, letzterem durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken?"

Die Antworten der hierüber vernommenen Börsenmänner, Juristen und Nationalökonomen haben das übereinstimmende Ergebnis geliefert, dass es solche Merkmale nicht gibt; soweit man solche anzugeben versucht hat, wurde im Vergleich zur bisherigen juristischen Litteratur über Differenzgeschäfte und über den Standpunkt, welchen die Judikatur zur Klagbarkeit der Differenzgeschäfte eingenommen hat, nichts Neues geliefert.

Diese vergeblichen Bemühungen der Enquetekommission führen zu dem Resultat, dass die Kriterien für Börsenspiel und „reellen Terminhandel" überhaupt nicht in der Sache liegen, sondern lediglich in den Personen, welche sich an der Spekulation beteiligen.

Der Spekulant unterscheidet sich von dem blossen Börsenspieler hauptsächlich durch zwei Eigenschaften, durch Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft. Vermöge dieser Eigenschaften kann er eine ungünstige Kursentwickelung länger ertragen als der wirtschaftlich schwache, kleine Jobber[1]), er findet noch Kredit zur Prolongation, wenn jener schon seine „Börsenengagements" lösen muss; er kann sich die Kommunikationsmittel besser dienstbar machen und sich über wichtige Begebenheiten schneller unterrichten; er erfährt ferner durch seine gesellschaftlichen und geschäftlichen Beziehungen, die er mit

[1]) Vgl. Struck, „Börsenspiel" im Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 696.

den Spitzen staatlicher Behörden, mit den Leitern grosser kommerzieller und industrieller Unternehmungen pflegt, wertvolle Mitteilungen eher als die grosse Menge der Mitläufer. Er behält mit gespanntester Aufmerksamkeit alle Momente im Auge, welche für die Kursentwickelung eines Papieres bestimmend sein können, baut hierauf seine Wahrscheinlichkeitsberechnung des künftigen Preises auf und sucht seine Kenntnis durch den Abschluss von Kaufs- oder Verkaufsgeschäften nutzbar zu machen. Er setzt dadurch einen Teil seines Vermögens aufs Spiel; als Entschädigung für das Risiko, das er auf sich nimmt, und als Lohn für seine geistige Thätigkeit empfängt er einen entsprechenden Kursgewinn, wenn seine Berechnung richtig war. War dies nicht der Fall, so büsst er seinen Irrtum durch einen entsprechenden Kapitalverlust. Wenn auch dieser Thätigkeit innerhalb des gesamten Getriebes der Volkswirtschaft bei weitem nicht dieselbe Wichtigkeit beizumessen ist wie der Spekulation im Warenhandel, so bestünde dennoch für die Oeffentlichkeit und die Gesetzgebung keine Veranlassung, gegen diese Art einer gefahrvollen privaten Kapitalverwendung seitens eines Grosskapitalisten irgend welche Bedenken zu erheben, vorausgesetzt, dass aus seinem Thun nicht der Gesamtheit Nachteile erwüchsen.

Aber die Gewinne der Grossspekulanten haben die Spekulationslust des grossen Publikums gereizt. In den Kreis der Spekulanten der eben geschilderten Art haben sich Leute gedrängt, welchen teils die eine oder andre, teils sogar beide hierzu erforderlichen Eigenschaften: Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft fehlen. Leute aller Berufsarten und Stände, bis herab in die untersten Schichten unsrer Bevölkerung, haben sich an der Spekulation beteiligt, und die Folgen, welche daraus entstanden, stellen einen grossen sozialen Schaden dar, der schon lange [1]) die Aufmerksamkeit der Oeffentlichkeit auf sich lenkt, besonders aber in neuerer Zeit eine wahre Sturmflut von Schriften hervorgerufen hat [2]).

---

[1]) Vgl. Mirabeau, „Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'assemblée des Notables“ 1787.

[2]) Die hauptsächlichsten seit Einberufung der Enquetekommission erschienenen Veröffentlichungen über das Börsenspiel sind:

Gerade die Thatsache, dass auch nach der Börsenenquete, in der juristischen und volkswirtschaftlichen Litteratur, in der Tagespresse, in der öffentlichen Meinung von berufener und unberufener Seite noch so viele Stimmen laut werden, welche das Börsenspiel zur Diskussion stellen, beweist, wie wenig die Börsenenquete auf diesem Gebiet zur Klärung der Sachlage und damit zur Reform beigetragen hat. Die Arbeiten und Veröffentlichungen der Enquetekommission haben vor allem fast

---

O. Bähr, „Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis". Grenzboten 1893.

Ders., „Das Ergebnis der Börsenenquete". Grenzboten 1894.

Ders., „Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission". 1894.

H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung". Vortrag, gehalten in der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 14. Januar 1893.

Munk, „Missbräuche an den Börsen".

„Das Differenzgeschäft". Erklärung seiner Natur und seines Zusammenhanges mit dem Terminhandel. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle" 1893. (Anonym.)

„Der Terminhandel". Eine kritische Untersuchung über seine Berechtigung und Bedeutung. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle", 2. Aufl. 1892. (Anonym.)

V. Ring, „Die Börsenenquete". Sonderabdruck aus dem Archiv für bürgerliches Recht (Bd. VIII).

Als Fortsetzung hiervon:

J. Baron, „Die Börsenenquete" 1895.

Edmund Brückner, „Der Differenzhandel an der Börse" 1895.

Gerhard Alexander Leist, „Die Differenzansprüche aus Börsengeschäften". Sonderabdruck aus dem Archiv für civilistische Praxis 83. Bd., Neue Folge 33. Bd. 2. Heft, 1894.

Ludwig Cohnstaedt, „Die Vorschläge der Börsenenquetekommission" 1894.

Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz" 1895.

Besonders:

G. Cohn, „Beiträge zur deutschen Börsenreform" 1895.

J. Kohler, „Das Börsenspiel" („Ueber das Börsenspiel"). Sonderabdruck aus der Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen 1894.

Max Weber, „Die Börse" in den Schriften der „Göttinger Arbeiterbibliothek" von 1894.

Dazu kommen noch eine Reihe von Schriften, welche sich speziell mit dem Produktenterminhandel befassen.

nichts gethan, um dem althergebrachten und weitverbreiteten Irrtum entgegenzuarbeiten, als sei der Terminhandel die einzig mögliche oder die einzig praktisch bedeutsame Form des Börsenspieles.

Um diesem Irrtum zu begegnen, hätte es zunächst einer eingehenden Untersuchung über das Kassaspekulationsgeschäft bedurft. Dahin gehört vor allem eine genauere Betrachtung der Wertpapierspekulation in New York, wo kein Terminhandel, aber ein so wildes, gefährliches Börsenspiel besteht, wie nirgends mehr in der Welt; dahin gehört ferner das eingehendere Studium der Verhältnisse der Wiener Börse vor und nach der Wiedereinführung des Effektenterminhandels, die nach vorausgegangener Beseitigung desselben im Winter 1888/89 erfolgt ist.

Hieran musste sich eine Untersuchung reihen über Spekulation und Börsenspiel an deutschen und französischen Börsen, wo Kassa- und Zeitgeschäft diesen Zwecken dienen können, und endlich an englischen Börsen, wo alle Geschäfte als Zeitgeschäfte, abgeschlossen auf den Account day, gelten. Eine solche grundlegende Untersuchung hat die Enquetekommission unterlassen; es ist deshalb auch die Kardinalfrage unbeantwortet geblieben, welchen Einfluss die verschiedenen Formen des Börsenspieles auf seinen Umfang gehabt haben. Wohl mag es sein, dass der Terminhandel — als die technisch entwickeltste Form der Spekulation — den Outsiders die Möglichkeit zur Kreditspekulation am vollkommensten bietet und dass ausser dem Moment des Kredites die im Terminhandel gebotenen bequemen Formen der Eingehung und Abwickelung der Geschäfte für die Spekulationslust der mittleren und unteren Stände einen besonderen Reiz haben können. Es fragt sich aber, ob diese Form wirklich bestimmend war für die Teilnahme des aussenstehenden Publikums an der Spekulation und am Börsenspiel und ob das Fehlen des Terminhandels einschränkend auf die Teilnahme der Outsiders an der Spekulation gewirkt hat. Die Börsenenquetekommission hat es leider unterlassen, die Antwort auf diese Frage zu suchen. Die Folge davon ist, dass wir fast bei allem, was wir über Spekulation und Börsenspiel und über ihre wirtschaftlichen und sozialen Wirkungen erfahren, im Zweifel darüber gelassen werden, was den Wirkungen

der Zeit- oder der Kassaspekulation zuzuschreiben ist, was beiden gemeinsam und was dem einen Umstand im höheren Grade eigentümlich ist als dem andern.

Die nachteiligen Wirkungen des Börsenspieles, welche die öffentliche Kritik in so hohem Masse herausgefordert haben, sind mannigfacher Art.

Für Leute, die sich in der Vornahme ihrer Spekulationsgeschäfte nicht durch eigene Erwägungen, sondern lediglich durch die sog. Börsenmeinung leiten lassen, ist die Beteiligung an der Wertpapierspekulation das reine Glücksspiel, das sich von der Lotterie nur durch grössere Gefahr unterscheidet. War die Börsenmeinung irrig oder war sie von den grossen Spekulanten, die dem kleinen Jobbertum wie Auguren gegenüberstehen, nur zu dem Zweck verbreitet, die Menge zu täuschen, so erfährt die grosse Masse der „Mitläufer" eine empfindliche Vermögenseinbusse, die vielleicht schon beim erstenmal, vielleicht erst im Wiederholungsfalle zum wirtschaftlichen Ruin des Spielers und seiner Familie führt. Man darf annehmen, dass dieser Fall viel häufiger vorkommt, als in weiteren Kreisen bekannt wird, weil meist sämtliche Beteiligte grosses Interesse an der Verheimlichung solcher Vermögensverluste haben und verhältnismässig selten der Schutz der Gerichte durch Geltendmachung des Differenzeinwandes in Anspruch genommen wird.

Gelingt dagegen die gedankenlose Spekulation, so sind die Wirkungen manchmal nicht minder schädlich. Derjenige Spekulant, dem ohne körperliche und geistige Anstrengung ein grosser Gewinn zufällt durch das blinde Spiel des Zufalls, verliert das Augenmass für den Wert des Besitzes und die Achtung vor ehrlicher Arbeit. Der unverdiente Gewinn reizt zur Verschwendung, zur leichtfertigen und frivolen Auffassung des Lebens und bietet den Angriffen auf die bestehende Eigentumsordnung eine willkommene Handhabe.

In wiederum andern Fällen fehlt dem kleinen Spekulanten zwar nicht die Urteilsfähigkeit, wohl aber das zur Spekulation erforderliche Vermögen. Er schliesst gegen einen verhältnismässig geringen Einschuss Termingeschäfte über Summen ab, die sein Vermögen manchmal sogar ein Vielfaches desselben weit übersteigen. Er wird, um das einmal eingeschossene

Vermögen nicht preisgeben zu müssen, und in der Hoffnung, endlich doch zu gewinnen, Nachschüsse leisten, solange es ihm irgend möglich ist, und wird sich, wenn seine Erwartungen fehlschlagen, auf diese Weise langsam verbluten. Der verwerflichste der hierher gehörigen Fälle ist der, dass mangelhaft informierte und zugleich kapitalschwache Provinzialbankiers mit dem zur verzinslichen Anlage ihnen überlassenen Gelde der Kunden Börsenspiel treiben. Es liegt im Wesen der Spekulation, dass sie eine gewisse Spannkraft erfordert, die nur demjenigen eigen ist, dessen wirtschaftliche Lage auch einen erheblichen Vermögensverlust erträgt. Wer dagegen Börsengeschäfte eingeht, die sein Vermögen übersteigen, sieht sich jederzeit der Gefahr ausgesetzt, dass ihn der nächste Augenblick zum Bettler macht. Auch dieses fortwährende Fürchten und Hoffen wirkt demoralisierend.

„Alle menschlichen Empfindungen," sagt Struck treffend[1]), „treten zurück vor der Gier nach dem Gelde und der Angst vor dem Bankerott. Bei einer solchen leidenschaftlichen Erhitzung muss dann aber auch die Kühle des Urteils ganz verloren gehen, welche doch erforderlich ist für eine richtige Würdigung der die Preis- oder Kursbewegung beeinflussenden Umstände, und der Einfluss einer leichtsinnigen Spekulation auf die Bewegung kann nur ein ungünstiger sein."

Der Einfluss des Terminhandels in seinem heutigen Umfang auf die Preisbildung wurde bereits an früherer Stelle besprochen. Unter den schädlichen Wirkungen des Börsenspiels sind die Fälle, wo die eingeweihten grossen Spekulanten bewusst auf den Mangel der Kapitalkraft oder Urteilsfähigkeit der kleinen „Mitläufer" rechnen und durch betrügerische Massnahmen auf die Kursbewegung einzuwirken suchen, als besonders unerfreuliche hier noch zu betrachten.

Dem Spekulanten schwebt als Endziel seiner Börsenoperationen die Gewinnung der Differenz zweier Preise vor; eine solche kann aber nicht entstehen, wenn der Kurs stabil bleibt, sondern nur, wenn er sich ändert. Tritt die erwartete und erwünschte Kursänderung nicht von selbst ein, so ist es begreif-

---

[1]) Handwörterb. der Staatsw. Bd. II S. 697.

lich, dass manche Spekulanten dieselbe künstlich hervorrufen oder wenigstens, wenn sie eingetreten ist, zu verstärken suchen. Die Mittel, deren sie sich hierzu bedienen, sind Verbreitung falscher Nachrichten, Beeinflussung der Presse und Scheingeschäfte. Gewöhnlich schliessen sich die leitenden Spekulanten in einer Gruppe (Hausse- oder Baissepartei) zur Erreichung ihres Zieles zusammen, nehmen ostentativ Käufe oder Verkäufe von grossem Umfang vor, um dadurch weniger urteilsfähige Käufer und Verkäufer zur Nachahmung anzuspornen und diesen dann die ursprünglich gekauften Effekten teurer zu verkaufen, die verkauften billiger von ihnen zurückzukaufen.

Ihren Höhepunkt erreichen solche Manipulationen, wenn es gelingt, einen Corner oder eine Schwänze durchzuführen. Dies besteht darin, dass ein Spekulant, gewöhnlich aber ein Haussekonsortium alle von einem bestimmten Papier am Markt befindlichen Stücke aufkauft und in Verwahrung nimmt, „einsperrt". Wenn sich nun alle an der Börse erhältlichen Stücke in einer Hand befinden, so fehlen der Baissepartei, den Verkäufern in blanco, am Stichtage die zur Lieferung nötigen Effekten. In der Macht des Haussekonsortiums liegt es nun, die Preise zu diktieren, zu welchen die zu liefernden Beträge abzunehmen sind, oder die Deportsätze, zu welchen die Engagements prolongiert werden können. Am schwierigsten ist die Durchführung einer Schwänze in Papieren mit grossem Gesamtkapital oder in Effekten, welche an verschiedenen Börsen zugleich gehandelt werden. Sehr erleichtert ist diese Operation dagegen beim „Handel per Erscheinen", d. h. durch Geschäfte in zur Subskription aufgelegten Papieren, die erst später den Zeichnern zugeteilt werden.

Nach den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmung [1]) ist die Durchführung einer Schwänze im Terminhandel leichter möglich als im Kassageschäft, ist aber im ganzen selten gelungen, da der Plan an der Börse meist noch rechtzeitig durchschaut und vereitelt wird.

---

[1]) Vgl. besonders Kopetzky S. 90, Winterfeldt S. 434, Alexander S. 446, Bamberger S. 659, Dr. Basch S. 990, Salomon S. 1154, Sulzbach S. 1370, Simon S. 1580, Schwartz S. 1926.

Am meisten Aufsehen seit 20 Jahren hat die in Basel in den Aktien der Basler Check- und Wechselbank ins Werk gesetzte Schwänze erregt [1]). Es gab von diesem Unternehmen 8000 Stück Aktien. Die Allgemeine Kreditbank, zu deren Unterstützung sich später noch einige andre Banken bereit fanden, kaufte alle erhältlichen Aktien der erwähnten Bank effektiv, besonders aber zur Lieferung für später. Schliesslich waren die Blankoverkäufer verpflichtet, 11 000 Stück dieser Aktien zu liefern, während es überhaupt nur 8000 Stück gab und ein grosser Teil dieser sich bereits in den Portefeuilles der Kreditbank befand. Die Verkäufer mussten sich nun zu bedeutend gesteigerten Kursen decken und hatten grosse Verluste.

In Deutschland sind Schwänzen vorgekommen in den fünfziger Jahren in Berechtigungsscheinen auf „junge" Darmstädter Bankaktien, wovon 5 Millionen Gulden ausgegeben waren, in den siebziger Jahren in Thüringer Bankvereinsaktien, in denen kein Terminhandel stattfand, und in Oesterreichischen Kreditaktien und in den achtziger Jahren in Ostpreussischen Südbahnaktien. Ferner wird erwähnt, dass für Warschau-Wiener Eisenbahnaktien einigemal hohe Deportsätze, bis 4 %, gezahlt werden mussten [2]).

Das höchste Mass seiner verderblichen Wirkungen erreicht das Börsenspiel in der Spekulationskrisis [3]). Die äussere Erscheinung, in welcher dieselbe hervortritt, ist der jähe, viele Tausende zu wirtschaftlichem Ruin führende Kurssturz, mit welchem Ueberspekulationen im Effektenverkehr ihr Ende zu finden pflegen. Die Ueberspekulation entwickelt sich gewöhnlich in Zeiten eines andauernd niedrigen Zinsfusses und grossen Kapitalangebotes und hochgradiger Unternehmungslust — teils im Anschluss an einen gewissen allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung, teils lediglich als Folge der im

---

[1]) S. Julius Wolf, „Die Börsenreform in der Schweiz" S. 22 ff.

[2]) Vgl. die S. 49 zitierten Sachverständigenaussagen.

[3]) Vgl. E. Struck, „Zur Geschichte der Pariser Börsenkrisis von 1882"; Aycard, „Histoire du crédit mobilier 1852—1867", Paris 1867; O. Michaelis, „Die Handelskrisis von 1857"; Neuwirth, „Die Spekulationskrisis von 1873"; Oechelhänser, „Die wirtschaftliche Krisis"; R. Ehrenberg, „Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung", Berlin 1883.

Effektenverkehr vorgenommenen Manipulationen. Seit John Laws Zeiten hatten alle Kulturländer unter den Folgen solcher Ueberspekulationen zeitweise zu leiden; in unsrem Jahrhundert sind Börsenkrisen geradezu mit einer gewissen Periodizität wiedergekehrt.

Der Verlauf derselben ist ziemlich gleichartig. Im Anfang herrscht allenthalben zuversichtliche Stimmung, überall Hoffnung auf Steigen der Kurse. Eine starke Haussepartei bildet sich, die Kurse steigen mehr und mehr, der Kreis der Spekulanten wird immer grösser. Die eingeweihten Grossspekulanten stehen diesem Treiben von Anfang skeptisch gegenüber, manche beteiligen sich aber trotzdem daran in der Hoffnung, ihren Gewinn noch vor dem Eintreten des Rückschlages in Sicherheit bringen zu können, was ihnen nicht selten gelingt. Die kleinen Spekulanten in ihrer tollen Jagd nach dem Golde überladen sich mit Börsenpapieren und legen ihr ganzes Vermögen durch Börsenengagements fest. Sobald dies geschehen, werden die Bedingungen, zu welchen Spekulationsgeschäfte prolongiert werden können, immer schwieriger, die Lage des Marktes wird immer gespannter, und aller Teilnehmer bemächtigt sich in Erwartung des Ausganges der Dinge eine fieberhafte Unruhe, die ihren Ausdruck in den mehr oder minder grossen Kurven der Kursbewegung findet. Die plötzlichen, jähen Kursschwankungen sind in diesem Stadium der Spekulation — das mag immerhin durch die Untersuchungen der Enquetekommission als erwiesen gelten — unbedingt grösser, wenn sich die Spekulation des Kassageschäftes bedient, als wenn Terminhandel besteht. In diesem Zustande bedarf es dann nur eines leisen äusseren Anstosses, um die künstlich aufgeblähte Blase (bubble) zum Platzen zu bringen. Der Anstoss geht gewöhnlich von den wirtschaftlich schwächeren Spekulanten aus. Sie können die gekauften Papiere nicht beziehen, verfügen auch nicht mehr über die zur Prolongation erforderlichen Mittel und müssen nunmehr als Verkäufer auftreten. Die Kurse beginnen zurückzugehen, und der Börse bemächtigt sich plötzlich eine wilde Panik. Da die Kurse von Tag zu Tag sinken, drängen die bisherigen Haussespekulanten aus Furcht vor weiterem Kursrückgang zum Verkauf,

die Kurse sinken nun rapid, und das ganze luftige Gebäude stürzt zusammen, schneller als es aufgebaut war, und begräbt unter seinen Trümmern die wirtschaftliche Existenz von Tausenden von Personen.

Der eben geschilderte Verlauf einer Spekulationskrisis wird im allgemeinen der gleiche sein, ob sich nun die Spekulation des Kassa- oder des Zeitgeschäftes bedient, mit dem einzigen Unterschiede, dass im ersteren Fall die Gefahren für das an der Spekulation beteiligte Publikum ungleich grösser sind als im letzteren. Sie bestehen in der beschränkteren Absatzfähigkeit der Papiere, in schrofferen Kursschwankungen, in der grösseren Unsicherheit und Unstetigkeit des Kreditwesens, da die Kontrahenten, wie die Reportbanken nicht an feste, längere Fristen wie beim Terminhandel gebunden sind, in der wucherischen Beteiligung des Grosskapitals — in Gestalt des Reportgeschäftes — an der Spekulation, und endlich in der Möglichkeit halsabschneiderischer Kreditkündigungen. Alle diese Gefahren abzuschwächen, ist, wie wir früher gesehen haben, die technische Funktion des Terminhandels in der Kreditspekulation. Seine Beseitigung vernichtet nicht die Kreditspekulation, sondern nur die zu ihrem Schutze getroffenen Einrichtungen.

G. Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes über Differenzgeschäfte.

Da unsre Rechtsordnung bisher keine sonstigen Handhaben zur Bekämpfung des Börsenspieles mit seinen eben geschilderten verderblichen Wirkungen bot, hat sich die Judikatur mehr und mehr die Praxis angeeignet, Geschäften den Rechtsschutz zu versagen, welche sich ihrer Ansicht nach als blosses Spiel darstellen.

Nach den in Deutschland geltenden Gesetzen ist das Spiel unklagbar, und dem Spiel wird das sog. reine Differenzgeschäft gleichgeachtet. Man versteht darunter Geschäfte[1]),

[1]) Vgl. Gareis-Fuchsberger, „Das Allg. Deutsche Handelsgesetzbuch“ S. 766.

bei welchen eine Verpflichtung zu realer Erfüllung von keiner Seite geltend gemacht werden kann, es vielmehr nur auf die Vergütung des Gewinnes ankommt, welchen der auf den künftigen Preisstand glücklich spekulierende Kontrahent nach Massgabe des am Erfüllungstage bestehenden Preises von seinem Mitkontrahenten in Anspruch zu nehmen hat.

Wenn nun die Parteien zwar die Form des Kaufvertrages wählen, gleichzeitig aber vereinbaren, dass keine derselben berechtigt sein solle, Lieferung oder Abnahme zu verlangen, so ist in Wahrheit kein Kaufgeschäft geschlossen; die Vorschriften über den Kauf können daher keine Anwendung auf ein derartiges Geschäft finden, das seiner Natur nach ein Glücksvertrag ist.

Wohl haben der Spekulationskauf und das Spiel einen gemeinsamen Vertragszweck: die Erzielung eines Gewinnes, d. h. der Differenz zweier Preise, aber nicht einen gemeinsamen Vertragsinhalt. Denn beim Spielvertrag bildet die gegenseitige Verpflichtung zur Zahlung der Preisdifferenz, beim Kaufvertrag die Verpflichtung zur Lieferung der Ware und Bezahlung des Kaufpreises den Vertragsinhalt.

An dieser Unterscheidung hat das Reichsoberhandelsgericht in seinen sämtlichen Entscheidungen festgehalten [1]). Das Reichsgericht hat sich dieser Ansicht angeschlossen und das Unterscheidungsmerkmal des Kauf- und Spielvertrages bis zum Jahre 1892 stets darin erblickt, dass beim ersteren nach dem Willen der Vertragschliessenden für den Käufer das Recht auf Lieferung, für den Verkäufer das Recht auf Zahlung des Kaufpreises gegen Abnahme der Ware bestehen soll. Die Geltendmachung dieser Rechte kann nun aber durch stillschweigende Vereinbarung ausgeschlossen sein.

Zur Annahme einer solchen genügte aber die blosse Absicht eines oder beider Teile, es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, seit Errichtung des Reichsoberhandels-

---

[1]) Vgl. die von Wiener gesammelten Entscheidungen „Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes, betreffend den Einwand des Differenzgeschäftes“ in den Anlagen zum Bericht der Enquetekommission.

gerichtes bis zu den neuesten Entscheidungen des Reichsgerichtes nicht [1]).

Die sehr zahlreichen Abschlüssen zu Grunde liegende Absicht der Erledigung eines Geschäftes durch blosse Regulierung der Differenz ist also für den juristischen Charakter eines Geschäftes völlig bedeutungslos, solange sie nicht zur Vertragsbestimmung wird. Der Umstand, dass thatsächlich die Erfüllung stets durch Uebertragung an einen Dritten stattfand, und dass sich in diesem Falle Käufer und Verkäufer stets durch Zahlung von Kursdifferenzen ausgleichen mussten, hat in keiner der bisher ergangenen Entscheidungen die Annahme eines reinen Differenzgeschäftes begründet.

Wenn nun die erkennbare Absicht beider Parteien es zur Lieferung oder Abnahme nicht kommen zu lassen, nicht genügt zur Annahme eines Differenzgeschäftes, so fragt es sich, auf welchen andern Umständen die stillschweigende Willenserklärung, dass Effektivlieferung ausgeschlossen sein solle, ersichtlich ist. Zur Beantwortung dieser Frage geht die heutige Rechtsprechung auf die individuellen Umstände des einzelnen Falles ein und legt für die Würdigung der stillschweigenden Spielabrede gewissen Nebenumständen ein grösseres Gewicht bei als bisher.

Auf diesem Wege ist das Reichsgericht in den seit 1892 ergangenen Urteilen dazu gelangt, eine Aenderung in dem bisherigen Rechtszustand herbeizuführen. Das Reichsgericht hat nämlich in einer Reihe von Erkenntnissen [2]) ein reines

---

[1]) Der I. Civilsenat des RG. sagt in seinem Urteil vom 24. Mai 1893: „Die blosse Absicht eines der Kontrahenten, nicht effektiv zu erfüllen, sondern am Stichtage statt der effektiven Erfüllung die Differenzausgleichung eintreten zu lassen, begründet auch dann, wenn diese Absicht von vornherein vorhanden und dem Gegenkontrahenten bei Eingehung des Geschäftes bekannt war, nicht den Einwand des klaglosen Differenzgeschäftes, denn das Vorhandensein einer derartigen dem Gegenkontrahenten bekannten Absicht ist nicht gleichbedeutend mit dem für den Thatbestand des reinen Differenzgeschäftes erforderlichen Willen, dass keinem der Kontrahenten ein Anspruch auf effektive Erfüllung zustehen solle."

[2]) Vgl. H. Wiener, „Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung" S. 27 ff.

Differenzgeschäft dann als gegeben erachtet, wenn die zu beziehenden oder zu liefernden Quantitäten das Vermögen des einen Kontrahenten übersteigen und der andre hiervon gewusst hat. Die in diesem Sinne ergangenen Entscheidungen betreffen Fälle, in welchen erwiesen war, dass die Kunden in beschränkten Verhältnissen lebten und dies dem Bankier oder Kommissionär bekannt sein musste. Dem unzulänglichen Vermögensstand werden alsdann die erheblichen Abschlusssummen gegenübergestellt, und aus der Unfähigkeit der Personen, die gehandelten Quantitäten thatsächlich zu liefern oder abzunehmen, wird gefolgert, dass sie sich zur Lieferung oder Abnahme für den Gegenkontrahenten erkennbar nicht haben verpflichten wollen.

Der eben dargelegte in der oberstrichterlichen Judikatur eingenommene Standpunkt hat in der Gerichtspraxis nicht allgemein Anklang und Nachahmung gefunden. Das Oberlandesgericht in Hamburg erkannte diesen Standpunkt durchaus nicht an, selbst dann nicht, wenn der Kunde selbst seinen Bankier vor Eingehung des Geschäftes auf die Unzulänglichkeit seines Vermögens hingewiesen und der Bankier diesen Einwand mit der Erwiderung entkräftet hatte, es sei ja nur die Zahlung der jeweiligen Differenz zur Regulierung des Geschäftes nötig. Derjenige Civilsenat des Reichsgerichts, welchem die in diesem Sinn ergangenen Urteile des Hamburger Oberlandesgerichts zur Revison zugingen, hat die Auffassung dieses Gerichtes nicht angefochten, während der andre Civilsenat des Reichsgerichtes ähnliche Entscheidungen andrer Oberlandesgerichte aufgehoben hat. In Berlin bestanden zwei Senate des Kammergerichtes nebeneinander, von welchen der eine der neuesten Richtung der oberstrichterlichen Judikatur, der andre der früheren, vom Reichsoberhandelsgerichte vertretenen Auffassung folgte, so dass der Erfolg der Geltendmachung des Differenzeinwandes fast nur davon abhing, ob der Name des Beklagten mit den Buchstaben A bis L oder M bis Z anfing. Durch die verschiedenartige Bedeutung, welche verschiedene Gerichte den sog. „konkludenten Differenzumständen“ ein und desselben Geschäftes beilegten, ist in Deutschland eine gefährliche Unsicherheit des Rechtszustandes geschaffen worden und in der Bevölkerung ein solches Misstrauen gegen die Ge-

richte hervorgerufen worden, dass man von dieser widerspruchsvollen Rechtsprechung nicht mit Unrecht sagen konnte, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichten sei selbst ein Spiel [1]).

Was die Enquetekommission durch die Sachverständigenverhöre, sowie durch ihre eigenen Verhandlungen zu Tage gefördert hat über die Unerträglichkeit dieses alle Teile unbefriedigt lassenden Rechtszustandes, besonders aber über die völlige Unzulänglichkeit des hier eingeschlagenen Weges zur Bekämpfung des Börsenspieles, ist in dem Kommissionsbericht eingehend und sachlich wiedergegeben, so dass auf eine Wiederholung dieser Ausführungen hier verzichtet werden kann. Nur folgende Punkte aus den Ergebnissen der Sachverständigenvernehmungen hätten im Enqueteberichte vielleicht etwas mehr, als es geschehen ist, hervorgehoben werden dürfen:

1. Die solideren Bankiers haben sich angesichts der Gefahren, welche ihnen aus der Unsicherheit der bestehenden Rechtslage drohten, mehr und mehr von allen Zeitgeschäften mit dem Privatpublikum zurückgezogen [2]) und überliessen die Vermittelung der Kreditspekulation der Outsiders immer mehr den unreelleren Elementen des Bankierstandes, woraus — wie sich bei Behandlung des Kommissionsgeschäftes zeigen wird — schwere Missstände, die mit dem Börsenspiel an und für sich nichts gemein haben, entstanden sind.

2. Die neuere in der Judikatur eingeschlagene Richtung hat das eigentliche Börsenspiel in besonders verwerfliche Bahnen gebracht. Es ist vorgekommen [3]), dass Spekulanten, welche gewannen, die Differenzen als Gewinn einstrichen, während sie, sobald ihre Spekulationen fehlschlugen, den Differenzein-

---

[1]) Vgl. besonders die in der Enquete vernommenen Juristen Keyssner S. 471, v. Wilmowsky S. 820, Lesse S. 1372, v. Simson S. 1378. Kammergerichtsrat Keyssner sagt z. B.: „Die Unerkennbarkeit der Verhältnisse bringt die Schwankungen und Unsicherheiten in die Rechtsprechung und damit auch Misstrauen gegen die Gerichte."

[2]) Siehe z. B. Winterfeldt S. 473.

[3]) Vgl. Cohnstaedt S. 1792, Weill S. 1950, Heimann S. 477, Samuel S. 478, Hinrichsen S. 672.

wand vorbrachten. Der Ausgang einer Spekulation ist aber für die Entscheidung der Frage, ob Börsenspiel vorliegt oder nicht, zweifellos irrelevant. Trotzdem wird durch den von der Judikatur betretenen Weg den Börsenspielern ein Privileg erteilt, an der Börse zu gewinnen, ohne die Gefahr des Verlustes zu tragen.

3. Was aus den Verhandlungen über das Differenzgeschäft im Kommissionsbericht in erster Linie hervorzuheben — nicht nur vorübergehend zu erwähnen — war, ist, dass auch unsre neuere Judikatur in ihrem Bestreben, das Börsenspiel zu bekämpfen, an der äusseren Gestalt klebte, ohne das Wesen der Sache zu treffen. Daher stand sie auch dem gefährlichen Börsenspiel, das sich mit Hilfe des Kassageschäftes in Façonschmiedeaktien, in den Aktien der Maschinenfabrik Schwartzkopff, der Patzenhofer-Brauerei, der Alkaliwerke Westeregeln, des Grusonwerkes u. s. w. vollzogen hat, völlig machtlos gegenüber. Das sog. Differenzgeschäft ist also nur eine der Formen, deren sich das Börsenspiel bedient, aber nicht die einzige. Es ist somit auch durch die ungenügenden Resultate, welche die Rechtsprechung über Differenzgeschäfte mit der Bekämpfung des Börsenspieles erzielt hat, wiederum die Aussichtslosigkeit jedes Versuches erwiesen, durch eine Beschneidung der Formen der Kreditspekulation die schädlichen Wirkungen der Kreditspekulation selbst zu beseitigen.